

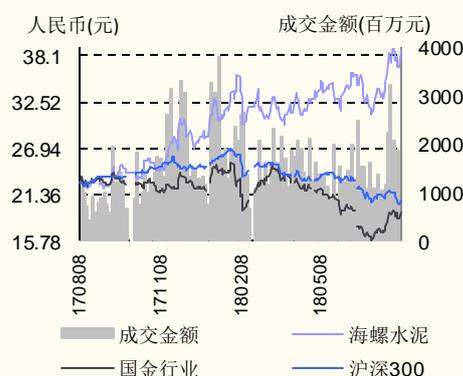
海螺水泥 (600585.SH) 买入 (维持评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 38.56 元
 目标价格 (人民币): 50.00-51.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,999.70
流通港股(百万股)	1,299.60
总市值(百万元)	204,341.11
年内股价最高最低(元)	39.09/22.13
沪深 300 指数	3368.87
上证指数	2779.37



相关报告

1. 《上调全年业绩预测, Q4 业绩大超预期-海螺水泥公司点评》, 2018.1.7
2. 《业绩高增长, 现金流充足, Q4 业绩仍具弹性-海螺水泥公司点评》, 2017.10.30
3. 《量价齐升, 业绩高速增长-海螺水泥公司点评》, 2017.8.22

砥砺三十磨一剑, 水泥龙头续华章

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.610	2.885	4.464	4.768	5.084
每股净资产(元)	14.46	16.87	20.18	23.74	27.63
每股经营性现金流(元)	2.49	3.28	5.20	5.61	6.03
市盈率(倍)	10.54	10.17	8.21	7.69	7.21
净利润增长率(%)	13.48%	79.22%	54.74%	6.81%	6.63%
净资产收益率(%)	11.13%	17.10%	22.12%	20.08%	18.40%
总股本(百万股)	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30	5,299.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **回首过往, 天时地利人和造就海螺水泥。** 1) 天时: 区域布局紧跟市场脚步, 海螺水泥顺势而为享经济发展红利。2) 地利: 发家地安徽省石灰石储备量全国第二且质优、便于开采, 同时安徽省依附长江黄金水道贯穿东西南北, 可实现华东、中南全覆盖, T型战略最小化运输成本。3) 人和: 郭文叁专注主业、管理有方, 工会持股调动公司积极性。
- **驻足当下, 资源优势、物流优势、管理优势共筑公司护城河。** 水泥是同质化产品, 海螺水泥的低成本优势冠绝行业且无法复制(矿山、码头资源有限), 这也是公司拥有稳定高 ROE、净利率的根本原因。1) 资源优势: 自有石灰石矿山资源充足+质量上乘+毗邻长江, 采矿权收紧背景下, 公司原材料成本端优势将愈发显著。2) 物流优势: 供应物流-自有矿山+依矿建厂+皮带传输+专用码头, 有效降低运输成本, 随着码头审批逐步趋严, 公司物流优势更突显。3) 一体化管理: 生产线设计+装备制造+水泥生产+市场营销, 公司一体化管理能力突出。
- **展望未来, 还看海外项目、上下游拓展。** 1) 海外投产项目产能全国第一, 先后布局印尼、俄罗斯、老挝、柬埔寨等地, 未来发展空间广阔。2) 向上拓展骨料业务, 向下延伸商混业务, 全产业链协同, 有望突破营收天花板。
- **水泥行业: 需求企稳, 集中度待提升。** 1) 需求端企稳: 拿地高增滞后效应+去库存效应支撑 2018 年商品房新开工面积, 棚改+长租公寓提供中期新开工面积支撑; 内需趋弱+贸易战加剧, “稳增长”仍需基建发力。2) 供给集中度提升尚有空间: 2017 年水泥行业熟料产能 CR10 市占率为 69.3%, 对标发达国家 CR4 市占率达 70%以上, 行业集中度仍有一定的上升空间。严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组及推行错峰生产四套组合拳促行业集中度提升。3) 需求企稳、供给压缩, 预计全年水泥价格同增 18%-26%。

投资建议

- 我们预计公司 2018-2020 年业绩达 237/253/279 亿元, 根据自由现金流折现法、PE 估值法(纵向看历史估值、横向看行业、可比公司估值), 我们给予公司目标价 50.9 元 (10.7*2018EPS)。
- 我们假设公司 2021-2025 年净利润 0 增长, 2018-2025 年分红率维持在 40%的水平, 则公司 2025 年末分配利润达 2090 亿元, 超公司目前市值。

风险

- 宏观经济下行、错峰生产环保督查不及预期、产能置换超预期等风险。

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

内容目录

一、世界水泥看中国，中国水泥看海螺，底气何来？	6
1、天时地利人和，造就行业巨擘	6
1.1 天时：根正苗红，乘政策春风	6
1.2 地利：T型战略，享长江之便	7
1.3 人和：管理有方，立世界之林	8
2、业绩冠绝同业，轻松穿越牛熊	9
2.1 纵向比较：公司精进不休，业绩步步高升	9
2.3 三大核心竞争力，共筑公司护城河	12
3、深耕水泥成翘楚，开疆拓土注协同	16
3.1 主打水泥业务，“海螺牌”实力雄厚	16
3.2 开拓海外市场，一带一路空间较大	18
3.3 “骨料+水泥+商混”一条龙，全产业链一体化优势明显	20
3.4、公司水泥产品丰富，特种水泥打破水泥同质化桎梏	24
二、行业：需求平稳，供给主导，看好	25
1、需求端：基建房建稳增，供给收缩或致产量下滑	25
1.1 地产：长短期支撑力充裕，新开工面积有保障	25
1.2 基建：“稳增长”的抓手，“补短板”的先鋒	26
2、供给端：四套组合拳促集中度提升，2018年环保加码或促供给收紧	27
2.1 严禁新增产能：存量博弈下，龙头企业依靠成本优势提高市占率	27
2.2 淘汰落后产能：基本完成，重心转向落后产品，利好龙头提升议价能力	28
2.3 错峰生产：2017年供给侧的最大边际变量，短期减产量，改善龙头盈利有助于行业整合，长期加速去产能	30
2.4 推进联合重组：强强联手提升行业集中度	31
2.5 2018年错峰力度不减，环保加码或促供给边际收紧	32
2.6 分区域来看，长江经济带供给收紧或超预期	34
3、价：预计全年水泥价格同增18%-26%	37
三、高增长水泥龙头，低估值周期白马	38
1、盈利预测	38
1.1 关键性假设	38
1.2 盈利预测	39
2、估值：目标市值2698亿元，空间39%	40
2.1 自由现金流折现法	41
2.2 PE估值法	41
四、风险提示	42

图表目录

图表 1: 2018Q1 公司股权结构.....	6
图表 2: 熟料产能布局—分区域.....	7
图表 3: 熟料产能—分类型.....	7
图表 4: 海螺水泥发展历程.....	7
图表 5: 传统模式和“T 型”战略模式.....	8
图表 6: “T”型战略布局及出色选址能力奠定卓越的地理优势.....	8
图表 7: 郭文叁 V.S 高登榜.....	9
图表 8: 营业收入呈上涨趋势.....	10
图表 9: 归母净利上涨趋势明显.....	10
图表 10: 毛利率逐步上升/三费率呈下降趋势.....	10
图表 11: ROE.....	11
图表 12: 销售净利率.....	11
图表 13: 总资产周转率.....	11
图表 14: 权益乘数.....	11
图表 15: 毛利率.....	11
图表 16: 期间费用率.....	11
图表 17: 应收账款周转率.....	12
图表 18: 短期偿债能力-流动比率.....	12
图表 19: 水泥成本分布组成.....	12
图表 20: 水泥龙头企业吨成本.....	12
图表 21: 海螺水泥核心竞争力.....	13
图表 22: 矿山开采权金额 (单位: 亿元)	14
图表 23: 全国各省区石灰岩资源静态保障年限.....	14
图表 24: 水泥行业的物流示意图.....	15
图表 25: 海螺选址优势具有排他性.....	15
图表 26: 铜陵海螺专用码头.....	15
图表 27: 2017 年水泥+熟料业务占比 97%.....	16
图表 28: 公司开始着力部署骨料和商用混凝土.....	16
图表 29: 2004-2017 公司水泥总产能.....	17
图表 30: 2004-2017 公司熟料总产能.....	17
图表 31: 公司市占率逐年提升.....	17
图表 32: 2017 年海螺水泥位居水泥熟料产能第二名.....	17
图表 33: 各级水泥业务情况.....	18
图表 34: 各级水泥收入占比.....	18
图表 35: 海外投资排行榜-投产	18
图表 36: 已投产项目.....	18
图表 37: 海外投资排行榜-在建	19
图表 38: 在建项目.....	19
图表 39: 中国大陆和国外业务毛利率.....	20

图表 40: 水泥行业产业链.....	20
图表 41: 国内外龙头骨料业务占比.....	21
图表 42: 国内外龙头商混业务占比.....	21
图表 43: 骨料需求量及增长率.....	21
图表 44: 2013-2017 年新立探矿权和采矿权数量变化.....	21
图表 45: 2017 年全国骨料离岸价.....	22
图表 46: 海螺水泥布局骨料市场.....	22
图表 47: 海螺骨料业务情况.....	23
图表 48: 华新骨料业务情况.....	23
图表 49: 西部建设、深天地 A 以混凝土业务为主.....	23
图表 50: 西部建设、深天地 A 毛利率水平相对较低.....	23
图表 51: 水泥龙头企业商混毛利率.....	24
图表 52: 海螺设立 4 家商混企业.....	24
图表 53: 公司主营产品及其适用范围.....	25
图表 54: 地产投资完成额与水泥需求有相关性.....	25
图表 55: 基建增速与水泥需求有相关性.....	25
图表 56: 2016 年以来, 销售面积的领先性失效.....	26
图表 57: 拿地面积高增+去库存效应支撑 2018 年新开工面积.....	26
图表 58: 6 月社融不及预期.....	27
图表 59: 固投增速下滑, 需求趋弱.....	27
图表 60: 2020 年主要发展目标分析.....	27
图表 61: 新增设计产能五年处于下跌趋势.....	28
图表 62: 熟料设计产能 2017 年首次下滑.....	28
图表 63: 水泥行业产能置换政策.....	28
图表 64: 淘汰落后产能基本完成, 现已转向熟料产能过剩.....	29
图表 65: 取消 32.5 系列等级水泥的发展进程.....	29
图表 66: 置换率为 1:0.76 情况下取消 P.C.32.5R 水泥将会提升近 3pc 熟料产能利用率.....	29
图表 67: 2017 Vs 2018 水泥行业采暖季错峰生产计划.....	30
图表 68: 2017 年六大地区 CR10 产能集中度 (东北 CR5).....	32
图表 69: 2018 年错峰力度不减, 环保加码或促供给边际收紧.....	32
图表 70: 2017 Vs 2018 水泥行业夏季错峰生产计划.....	33
图表 71: 环保督查趋严.....	34
图表 72: 相较于上次环保督查, 回头看更为严苛.....	34
图表 73: 各地错峰+环保对比.....	34
图表 74: 采暖季各省份错峰对比.....	36
图表 75: 夏季高温错峰天数对比.....	36
图表 76: 环保督查时间及督查省份.....	36
图表 77: 2011 年水泥价格环比增速.....	37

图表 78: 悲观条件下 2018H2 同增 12%.....	37
图表 79: 2017 年价格环比增速.....	38
图表 80: 乐观条件下 2018H2 同增 29%.....	38
图表 81: 预测 2018/2019/2020 年水泥销量为 2.87/3.00/3.14 亿吨.....	38
图表 82: 预测 2018/2019/2020 年熟料外销为 0.09/0.06/0.05 亿吨.....	38
图表 83: 预测 2018/2019/2020 年公司总营收为 930/980/1032 亿元.....	39
图表 84: 预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润达 237/253/269 亿元.....	40
图表 85: 公司自由现金流自 2011 年转正.....	41
图表 86: 公司未来自由现金流有望维持高位.....	41
图表 87: 公司过去五年 PE (TTM) 平均值为 11.09.....	41
图表 88: 可比公司 2018 年 PE 估值为 11.79 亿元.....	42
图表 89: 公司 A/H 股溢价率为 0.9.....	42
图表 90: 我们预计公司 2025 年末分配利润超目前市值.....	42

一、世界水泥看中国，中国水泥看海螺，底气何来？

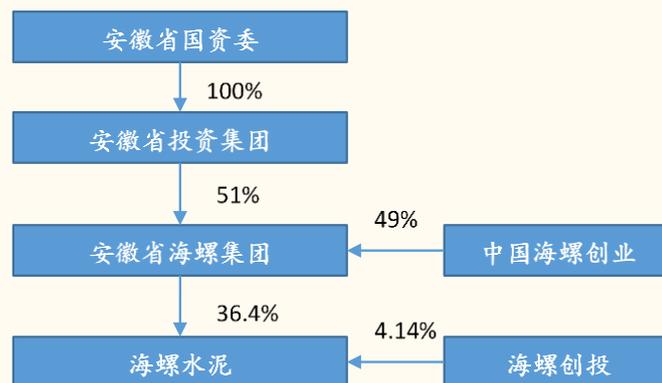
- 《世界水泥》杂志曾言“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”，究竟是什么造就了海螺水泥从一个乡间小厂蜕变成业内翘楚，矗立世界之巅？

1、天时地利人和，造就行业巨擘

1.1 天时：根正苗红，乘政策春风

- **背靠安徽国资委，上市融资助扩张。**1) 走出山门，跨区扩张。1985年4月，海螺水泥前身宁国水泥厂生产出第一批合格水泥。1993年宁国水泥厂达产达标。1995年成立中外合资的安徽海螺水泥。同年，控股铜陵水泥厂成立铜陵海螺，次年并购白马山水泥厂，走出山门，逐步开启扩张之路。2) **首家A+H股水泥企业，融资渠道广。**1997年9月，海螺集团以宁国水泥厂、白马山水泥厂为主体成立了安徽海螺水泥股份有限公司，并于同年10月在港交所上市，开创了水泥行业境外上市的先河。随后于2002年2月在上交所上市，成为国内首家A+H股水泥企业。3) **国资委背景，实力雄厚。**根据2018年一季报，公司第一大股东为海螺集团，持股36.4%。安徽省国资委通过其全资子公司安徽省投资集团间接持有海螺集团51%的股权，是海螺水泥实际控制人。公司以海螺创业及海螺创投为载体执行员工持股计划，激发员工动力，注入公司活力。

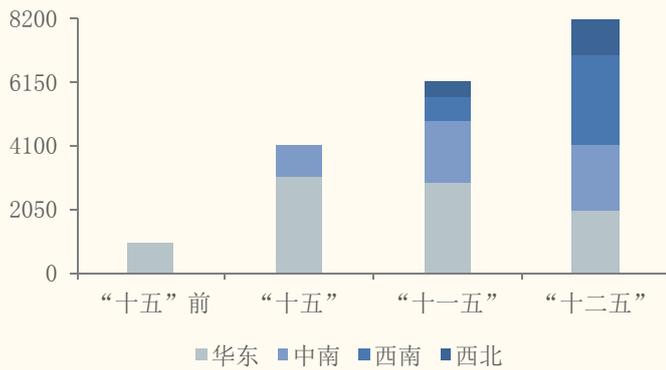
图表 1：2018Q1 公司股权结构



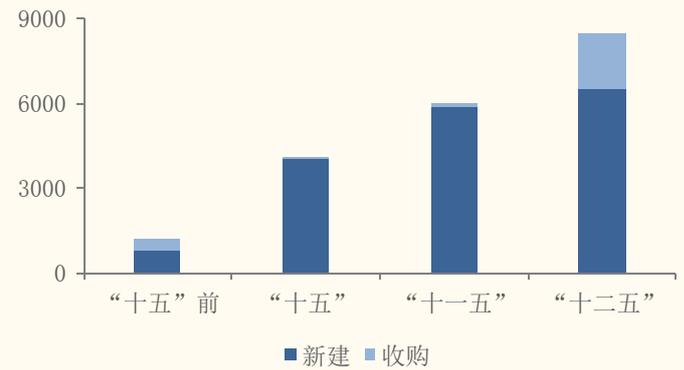
来源：公司公告，国金证券研究所

- **区域布局紧跟市场脚步，敏锐嗅觉尽享政策东风。**1) “九五”时期（1996-2000年）：T型战略率先占领华东地区。公司在长江沿岸石灰石资源丰富的地区兴建、扩建熟料生产基地；在沿海无资源但水泥市场发达的地区低成本收购小水泥厂并改造成水泥粉磨站就地生产水泥，借助长江水道打破地域限制。2) “十五”时期（2001-2005年）：华东市场迎来收割，华南市场捷报频传。为了扩大内需，2003年国家实行积极的财政政策，华东地区大规模生产线迎来需求剧增，基建的大力推行为公司带来丰厚的收益。随后公司挥戈南下开拓中南市场，先后在广西、广东、湖南等地建设大型水泥生产基地，坐上中南地区固定资产投资增长的快车道，市场规模迅速扩张。3) “十一五”时期（2006-2010年）：房地产高景气再加4万亿刺激，公司强势新建并开始探索西部市场。2008年，海螺水泥增发2亿股A股，募集资金114.76亿元，为开发西部提供有力资金支持，先后在甘肃、四川、重庆、贵州、陕西等地投资建设大型生产基地。4) “十二五”时期（2011-2015年）：政策风向转变，严控新建产能，海螺通过并购云南壮乡、陕西众喜、武冈云峰等21家水泥企业，扩大市场份额。随后大力实施国际化发展战略，着力部署一带一路沿线的东南亚国家。

图表 2：熟料产能布局—分区域



图表 3：熟料产能—分类型



来源：水泥地理，国金证券研究所

来源：水泥地理，国金证券研究所

- **全球最大单一品牌提供商。**经过近三十年的发展，海螺水泥已成为全球最大单一品牌，享有“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美誉。2017年8月，海螺水泥被国际水泥评论杂志社 ICR 评为世界水泥六强第二位，获得业界最高的国际信用评级。

图表 4：海螺水泥发展历程

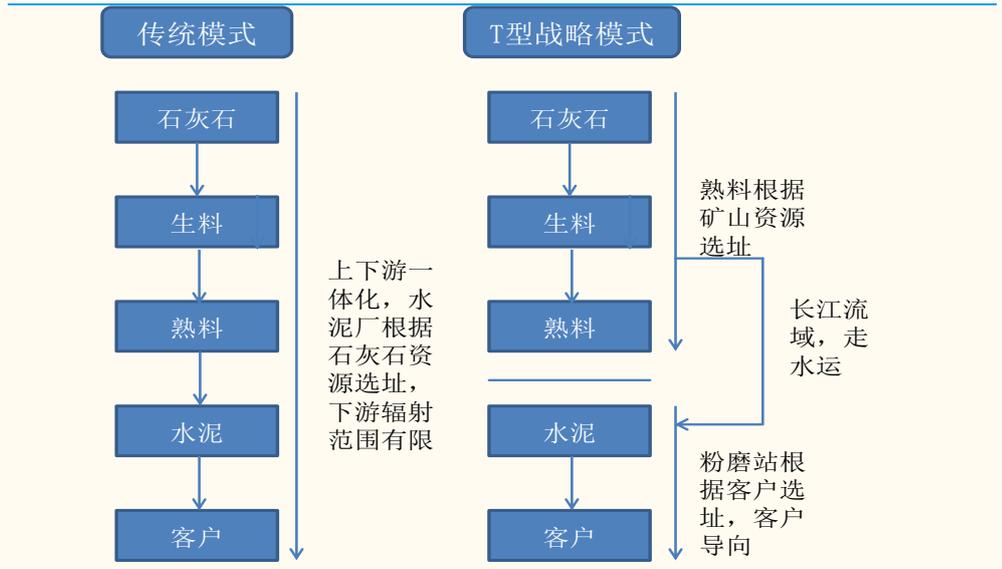


来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 地利：T型战略，享长江之便

- **巧妙布局占尽地理优势，“T型战略”降低交通成本。**1) 九五时期公司根据区位条件，资源分布以及市场需求，确定华东沿江、沿海地区的“T型发展战略”，充分享受华东、中南地区旺盛的水泥需求。“T”的横代表沿海，竖代表沿江。“T型战略”指在长江沿岸石灰石资源丰富的地方兴建大、中型熟料基地，在资源稀缺但水泥市场较大的沿海地区低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站，就地生产水泥，直接销售需求旺盛的东部市场，形成熟料基地-长江-粉磨站模式，是传统的工厂-公路-工地的模式无法相比的。2) 根据中国水泥协会测算，普通水泥罐装车运输的经济半径约为 150-200 公里，通过铁路运输的合理运输半径约为 300-500 公里，水路运输的合理运输半径在 600 公里以上。3) 长江像动态的仓库，由西至东可贯穿重庆、湖南、江西、安徽、江苏等地，从北至南依附发达的支流系统及海上运输纵向延伸，实现华东、中南地区全覆盖。尽管海螺沿江熟料生产能力达到日产 20 万吨（4000 辆 50 吨大卡货运量），通过海螺的沿江布局均能很好消化。这种战略模式成功解决了水泥产业做大所遇到的“运输成本高，销售区域受限”的瓶颈问题。

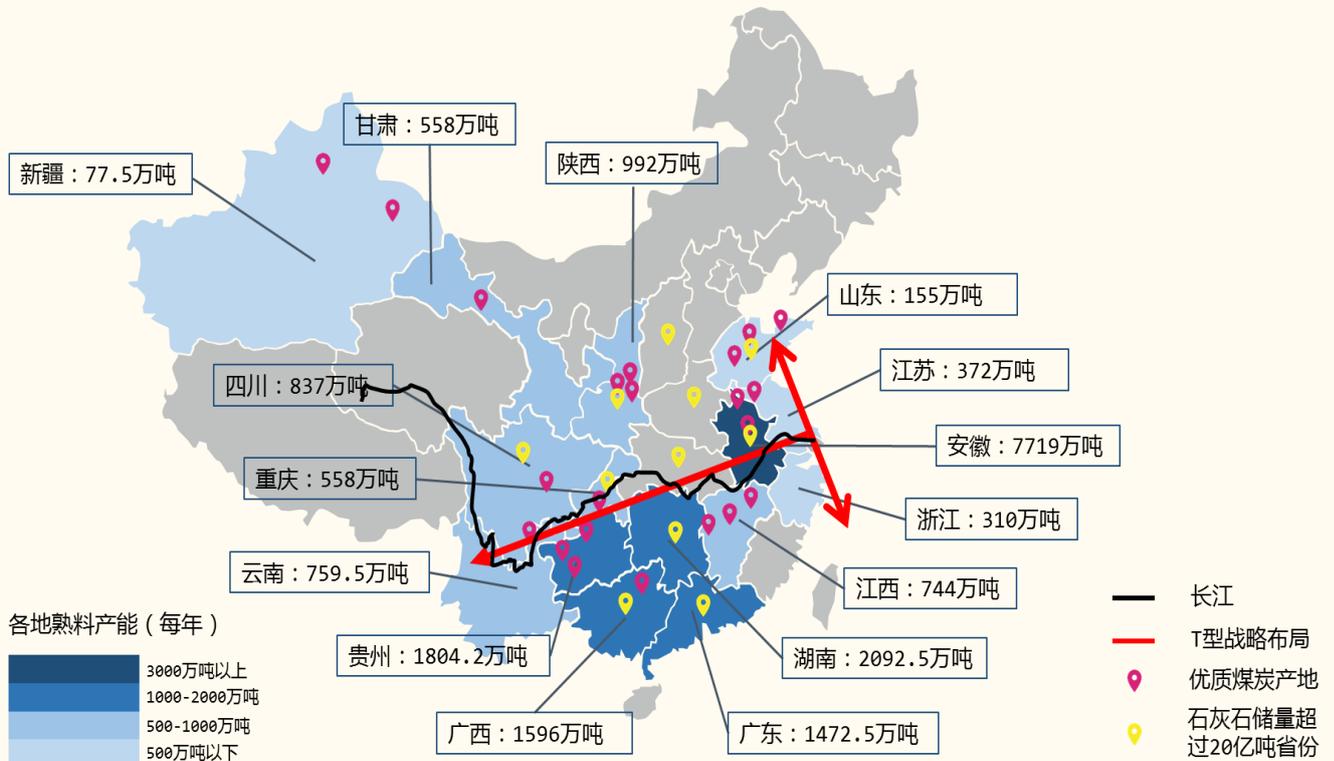
图表 5：传统模式和“T型”战略模式



来源：公司公告，国金证券研究所

- **临山造厂，沿江建站，皮带运输，最小化运输成本。**公司在拥有优质煤炭资源且石灰石储量充足的地区建立熟料厂。在自有矿山上挖取石灰石，并通过装载机运输至破碎口，将破碎后的材料通过皮带运输至石灰石泵，通过预匀化及添加其他原材料经过高温煅烧得到熟料，自用熟料通过皮带运输至粉磨站制成水泥，外销熟料通过皮带运输至专用码头，通过长江运往各地粉磨站制成水泥，整个运输流程依托其地理优势大大减少了成本开支，且优势具有排他性，为公司快速扩张之路奠定发展基础。

图表 6：“T”型战略布局及出色选址能力奠定卓越的地理优势



来源：中国煤炭市场网，公司公告，国金证券研究所

1.3 人和：管理有方，立世界之林

- **郭文叁时代—海螺水泥的暴走之路。1) 专注主业，现金为王。**1993年，安徽省政府任命郭文叁出任宁国水泥厂厂长，恰逢中国改革开放水泥工业兴旺之时，叠加水泥统配和价格管制被取消，企业盈利大幅上升。在其他企业深陷新建歌舞厅、百货大楼等热潮时，郭文叁大刀阔斧精简管理，专注于公司主业，现金为王的理念为后期设计院的建立及国内第一条日产5000吨生产线、日产万吨生产线、第一个千万吨级熟料生产基地，第一条余热发电技术，第一套利用水泥窑处置城市生活垃圾系统等技术奠定坚实的资金基础，使得公司工艺技术装备领先世界5-10年。**2) 吸引外资，敢为人先。**十四大后，市场经济体制确定，政府鼓励企业从资本市场获取资金。在其他国有企业担心政治风险踟蹰不前时，郭文叁率先引入2500万美元外资用于技术改造，并于1995年成立中外合资的安徽海螺水泥，成为国有水泥企业利用外资第一人。**3) 管理有方，工会持股，业绩亮眼。**郭文叁将竞争机制引入公司内部，通过工会持股充分调动公司积极性，公司盈余节节高升，1999年-2014年（剔除2015年因行业整体效益导致业绩下滑）公司营收从11亿元上升至608亿元，增长55倍，归母净利润从0.59亿元上升至110亿元，增长186倍，经营成果显著。
- **高登榜时代—海螺水泥稳步向前。**2015年11月，高登榜出任海螺集团党委书记、董事长，次年出任海螺水泥董事长。与郭文叁相比，高登榜尽管非水泥行业出身，但根正苗红的他对政策动向更加灵敏。在职期间，海螺2016/2017年营业收入为559.32/753.11亿元，同比增长9.72%/34.65%；归母净利润为85.30/158.55亿元，同比增长13.48%/85.87%。

图表7：郭文叁 V.S 高登榜

郭文叁	高登榜
1972.02-1980.06, 济南军区后勤部军马场工作	1978.09—1982.08 淮南矿业学院矿山机械制造专业学习；
1975.08-1978.10, 同济大学建材系	1982.08—1995.02 淮北矿务局团委书记；
1980.07-1996.12, 先后担任安徽省宁国水泥厂技术员、车间主任、副厂长、厂长	1995.02—2002.12 共青团安徽省委书记、党组书记；
1997.01-2015, 先后担任安徽海螺集团有限责任公司董事长、总经理、党委书记，安徽海螺水泥股份有限公司董事长。	2002.12—2011.10 中共宣城市委书记；
	2011.12—2015.11 中共安徽省芜湖市委书记；
	2015.11—至今安徽海螺集团有限责任公司党委书记、董事长

来源：公司年报，国金证券研究所

2、业绩冠绝同业，轻松穿越牛熊

2.1 纵向比较：公司精进不休，业绩步步高升

- **成本控制有佳，业绩逐年向好。**2015年因为需求端大幅缩水，全行业受挫严重，公司业绩有所下滑。但在此大环境下公司归母净利润75.2亿元略超SW水泥制造合计归母净利润74.7亿元，成本控制能力突出。随着供给侧改革逐步推进，水泥行业回暖，公司及时把握国家深化供给侧改革和错峰生产的有利时机，强化市场供求形势研判，坚持“一区一策、一厂一策、差别施策”营销策略，公司销量稳步增长；此外，随着水泥行业成本端原煤价格上涨，叠加市场供给吃紧，销价稳步攀升，量价齐飞带来2017年总营收753.11亿，同比增长35%。公司归母净利润为158.55亿元，同比增长86%，远远高于营收增长率。

图表 8：营业收入呈上涨趋势



图表 9：归母净利上涨趋势明显



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- **毛利率直逼 2011，三费率逐年下滑。** 1) 2017 年受水泥价格持续攀升，公司总营收大幅跃进，尽管单位成本小幅增长但远不及水泥价格增速，公司毛利率达 35%，与 2011 年最高点位仅差 5pct，处于历史较高水平。2) 公司管理费用率和销售费用率处于较低水平且呈逐年下降趋势。财务费用率自 2012 年以来下降迅速，主要原因是长期借款和短期借款减少，公司偿债能力不断提升。

图表 10：毛利率逐步上升/三费率呈下降趋势



来源：wind，国金证券研究所

2.2 横向比较：公司称霸行业，成本优势明显

- **比较：华东龙头-海螺水泥、华北龙头-冀东水泥、西北龙头-祁连山、中部龙头-华新水泥，公司各项财务标均名列前茅。** 1) **杜邦三分法看海螺业绩质量高。** 公司 2013-2017 年 ROE 均优于其他区域龙头，2017 年华新水泥首次与海螺基本持平，根据杜邦三分法： $ROE = \text{净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$ 。海螺高 ROE 主要来自销售净利率，而华新主要来自权益乘数，海螺盈利质量更佳。2) **盈利指标：** 公司毛利率/期间费用率均显著优于其他龙头公司，处于绝对领先地位。3) **营运指标：** 应收账款周转率反映公司销售环节的营运效率，海螺一改行业赊销惯例独创先付款后交货的销售模式，应收账款周转率远优于行业其他企业。3) **偿债指标：** 长期偿债能力-权益乘数 / 短期偿债能力-流动比率远远优于行业其他龙头。公司在做大做强的路上，依旧保持低的融资额，多用自有资金进行周转，资产质量十分健康。公司强大的偿债能力能为进一步的业务扩张提供强大的支持。

图表 11: ROE



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 销售净利率



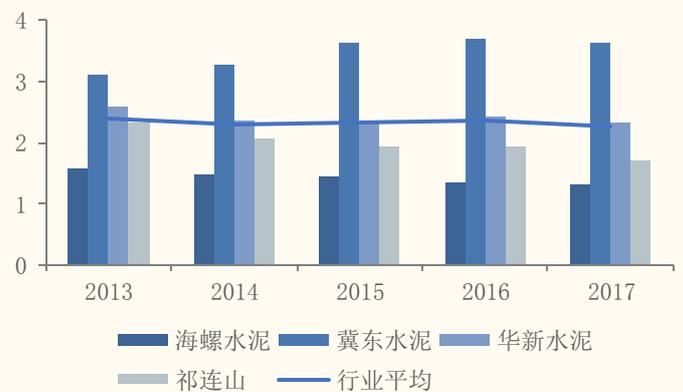
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 总资产周转率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 权益乘数



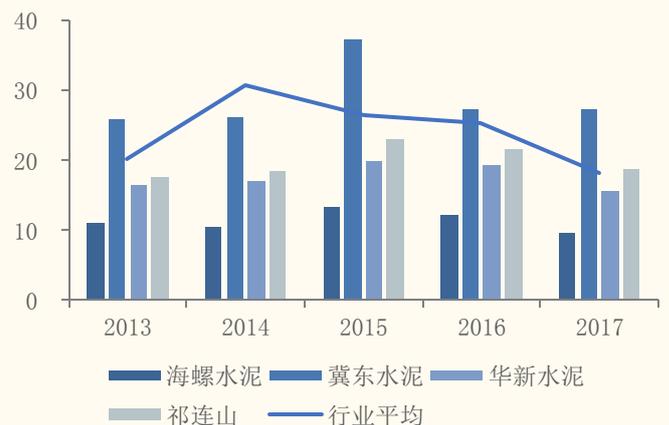
来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 毛利率



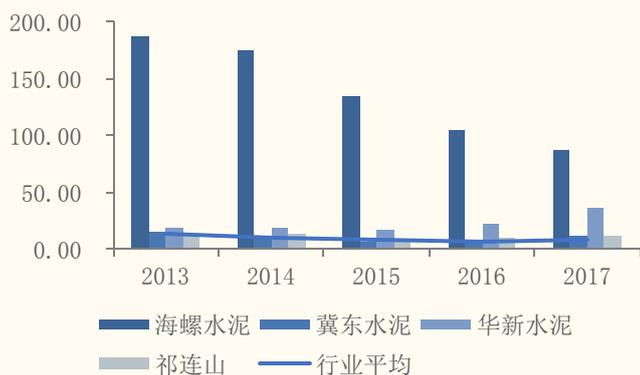
来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: 期间费用率



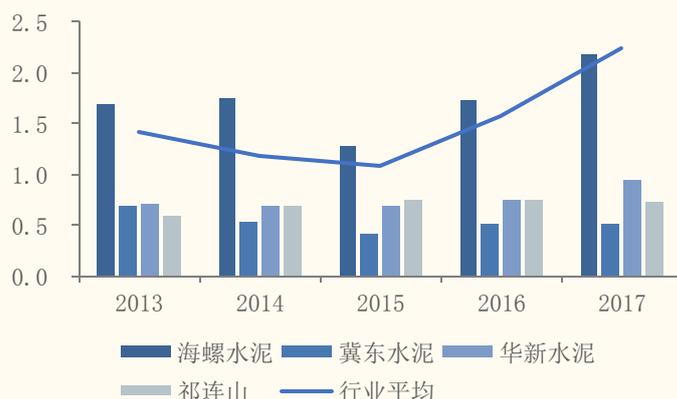
来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 应收账款周转率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 18: 短期偿债能力-流动比率

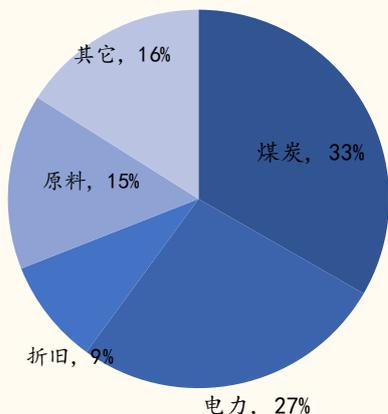


来源: wind, 国金证券研究所

2.3 三大核心竞争力, 共筑公司护城河

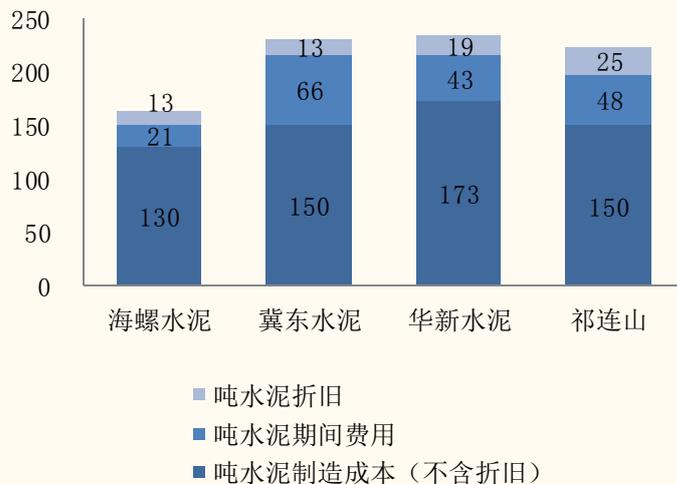
业绩亮眼归因三大法宝, 成本优势不离巧思布局。公司财务指标全面领先于冀东水泥、华新水泥、祁连山及行业平均水平, 这归功于公司优秀的成本管理和费用管理。水泥属于同质化行业, 在行业结束激烈竞争陆续稳定后, 将进入依靠成本控制能力取胜的时代。海螺水泥吨制造成本、吨期间费用均大大低于其他龙头企业, 形成了自己的竞争优势。公司拥有**资源+物流+管理**三大法宝, 共筑公司护城河。

图表 19: 水泥成本分布组成



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 20: 水泥龙头企业吨成本



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注 1: 吨水泥制造成本=水泥生产成本/水泥销量, 其中水泥生产成本含折旧, 水泥企业大多以销定产, 产销数据接近。

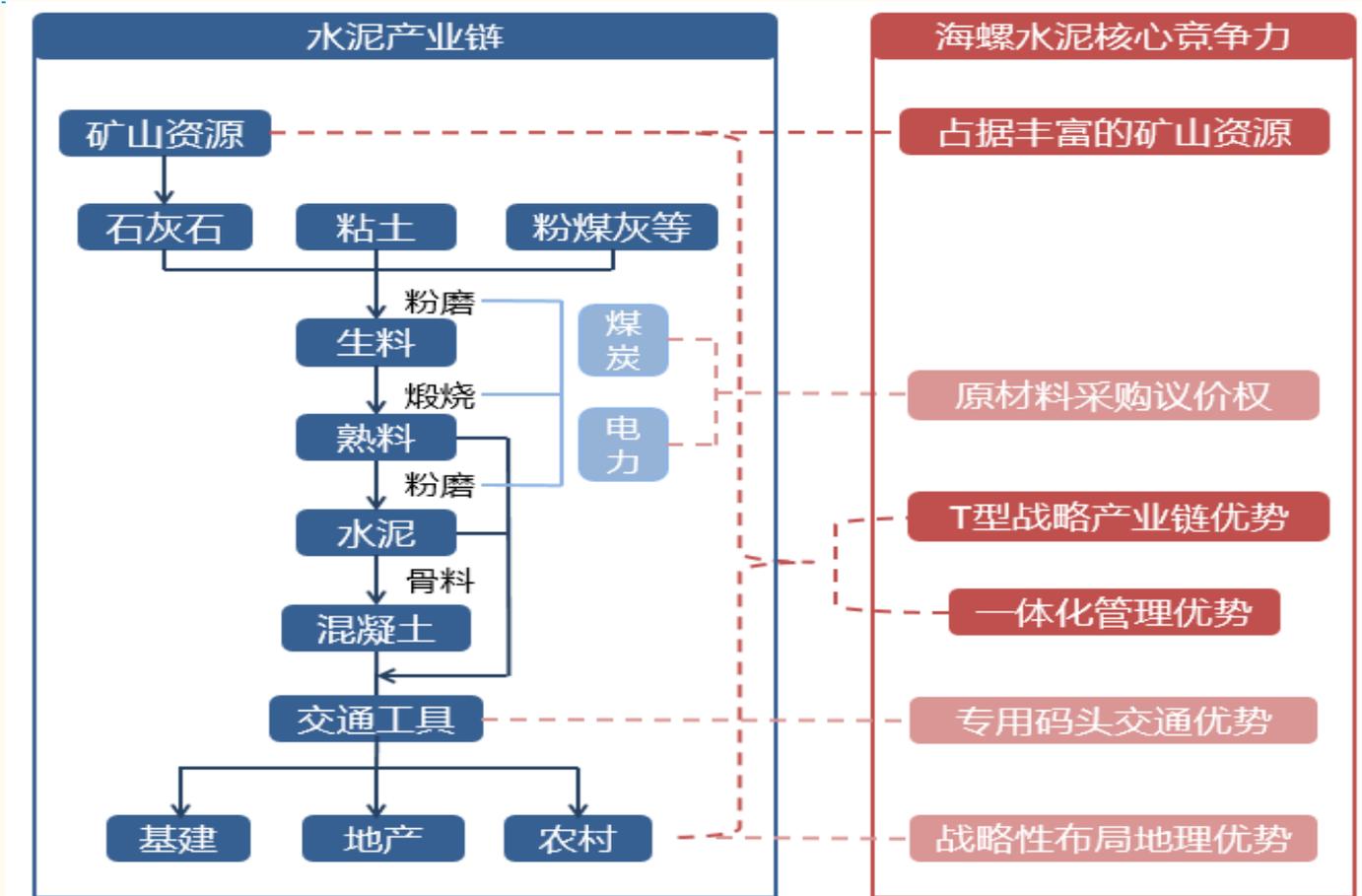
注 2: 吨水泥折旧=固定资产折旧*水泥营收占比/水泥销量

注 3: 吨水泥期间费用=期间费用*水泥营收占比/水泥销量

注 4: 吨水泥完全成本=吨水泥制造成本+吨水泥期间费用

注 5: 未考虑税费影响, 根据公司公告计算得出, 与企业自身披露可能有差异

图表 21：海螺水泥核心竞争力



来源：国金证券研究所

采矿权收紧背景下，充裕矿山资源控制原料成本

短期来看：矿山开采权收紧，富足且优质的石灰石资源为成本控制提供有力支撑。1) 石灰石为水泥主要原材料：水泥主要原料为石灰石及粘土，其他原料有作为活性混合材料的粉煤灰、石膏、矿渣、砂岩及铁粉等，其中石灰石占比达 67-75%、粘土占比 10-15%、铁矿为 0.5-1.5%。2) 海螺发源地安徽省拥有量足且质优的石灰石矿：据原国家建材局地质中心统计，全国石灰岩分布面积达 43.8 万平方千米（未包括西藏和台湾），其中能供做水泥原料的石灰岩资源量约占总资源量的 1/4-1/3。安徽省保有储量约为 30-34 亿吨，居全国第二，仅次于陕西省；此外，安徽省石灰石矿属于高品位且均采用露天开采（福建地区为钻洞），开采成本较低。安徽省石灰石矿山基本分布在长江沿线 20km 内，相较于陕西等地交通成本更低。3) 行业“资源化”，龙头企业强者恒强。近年来“绿水青山”成为各地方政府的重要考核标准。过去石灰石行业的监督力度较弱，民采矿山占比 60%以上。然而民采矿山往往带来大量的资源浪费和严重的安全隐患（民采效率 50%左右，机采约为 90%）。随着采矿权的收缩与矿山的正规化，大量中小无证矿山将退出，导致石灰石边际成本提高，行业竞争日益激烈。公司所有生产基地的矿石开采已获得政府有关部门核发的有效的采矿权证，且储备量较大，以目前的产能计算在手石灰石矿山资源至少可以满足 50-80 年的开采需求。

图表 22：矿山开采权金额（单位：亿元）



来源：自然资源部，国金证券研究所

- 长期来看：矿山资源枯竭或石灰石资源被替代可能性较低。** 1) 根据《我国水泥用石灰岩资源格局与利用潜力》测算，2011 年我国静态石灰岩资源保障年限平均为 42 年，其中石灰岩资源保障年限最高为青海省 110.4 年，其次是安徽省 103.6 年，具有较高的保障力度。2) 由于石灰石为不可再生资源，因此积极寻找可替代资源具有重要意义。目前，除石灰石外，较常用的水泥生产原材料是电石渣。电石渣是电石法 PVC 的生产过程中，电石水解后产生的废渣，成分均匀，含钙量高，是优质的水泥原料。但是相较于石灰石而言，电石渣含有硫、磷等杂质以及氢化物等有害废物，需进行去毒处理，且电石渣中氯离子超标，会导致物料在预热器中结皮堵塞，从而造成生产工艺技术较难突破。除此之外，电石渣含水量较高，需要更多的煤炭做干燥能源，将会进一步加重成本端压力，替代作用有限。其他，例如钢结构等由于成本太高，全面替代可能性不大。因此，充足且优质的石灰石资源将成为公司长期核心竞争力。

图表 23：全国各省区石灰岩资源静态保障年限

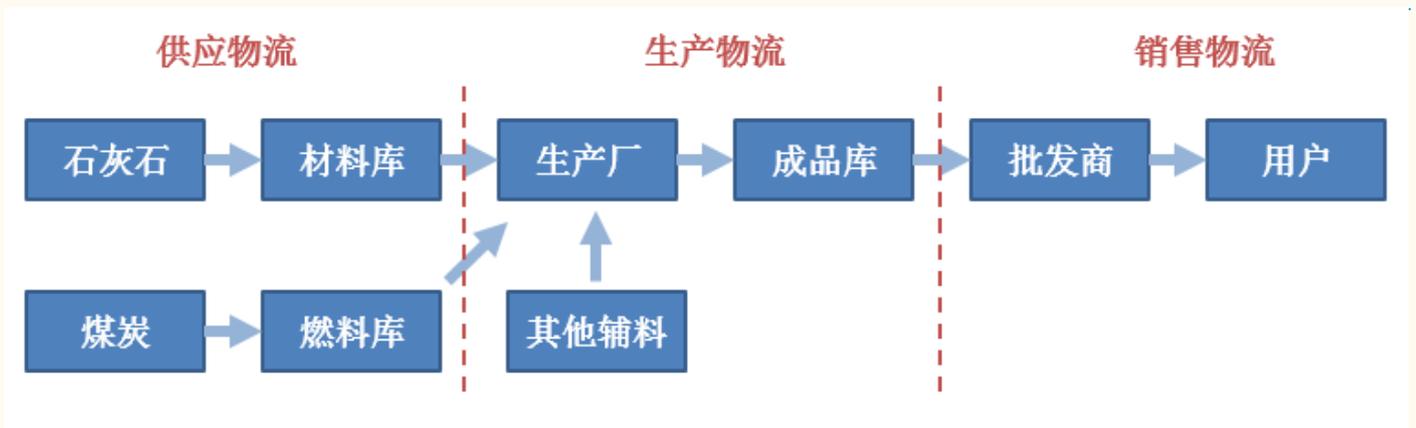
省份	保障年限	省份	保障年限
河北省	33.3	安徽省	103.6
山西省	35.5	福建省	31.1
内蒙古	64.2	江西省	39.8
辽宁省	39.4	山东省	48.7
吉林省	44.2	河南省	41.0
江苏省	16.1	湖北省	31.6
浙江省	20.1	湖南省	37.9
广东省	31.9	广西省	43.6
海南省	55	重庆市	73.9
四川省	32.0	贵州省	28.2
云南省	31.7	西藏	18.5
陕西省	86.7	甘肃省	66.4
青海省	110.4	宁夏	60.4
新疆	43.4	全国	42.0

来源：周浔.我国水泥用石灰石资源格局与利用潜力[J].中国矿业（2011 年），国金证券研究所

- 巧妙布局占尽地理优势，物流便捷降低运输成本。** 1) 水泥生产过程一般分为矿石采掘、生料制备、熟料煅烧和水泥粉磨四个阶段，主要涉及供应、生产及销售三部分物流，其中供应和销售物流对企业影响最大。2) **供应物流：自有矿山+依矿建厂+皮带传输+专用码头，运输成本得到有效控制。** 根据公告，海螺水泥共有 138 条熟料生产线，其中安徽省境内有 52 条，

占总产能 45%。而安徽省坐拥淮南淮北两大煤炭产区和储量全国前三的石灰石资源，且基本分布在长江沿线 20km 内，具有得天独厚的地理优势。此外，海螺在长江沿岸建设 30-40 个万吨级的专用码头，减少外借带来的巨额成本。随着码头审批逐步趋严，拥有充足专用码头资源的海螺水泥核心竞争力将进一步加强。3) 销售物流：T 型战略为跨区运输奠定基础。水泥行业销售物流主要指熟料销售及水泥销售。海螺通过收购沿江各地粉磨站，通过长江水运不断向各地渗透，逐步拓宽销售半径，提高市场占有率。4) 以安徽铜陵为例：对比海螺水泥和上峰水泥，物流优势具有排他性。① 矿山：海螺水泥发家于安徽省，最先占领储备充足、质量上乘且离江更近的石灰石矿山，上峰水泥只能退而求其次，占据较次矿山资源。② 运输：海螺水泥从矿山到专用码头几乎为直线运输，大幅减少运输成本；而上峰水泥只能采用“曲线救国”大幅增加运输距离。③ 码头：海螺水泥厂选址于良好的深水岸边，可建设万吨级码头泊位；上峰水泥只可建设 5000 吨级长江水运码头。

图表 24：水泥行业的物流示意图



来源：国金证券研究所

图表 25：海螺选址优势具有排他性



来源：国家地理信息公共服务平台，国金证券研究所

图表 26：铜陵海螺专用码头



来源：公司官网，国金证券研究所

技术创新提升生产效率，一体化管理降低运营成本。1) 公司从生产线设计、装备制造、水泥生产到市场营销，一体化管理能力突出。一个工厂只需要 8-10 个月就可以建成投产。卓越的一体化的管理能力使得公司在运营成本具有极大优势。2) 技术革新带来经营活力，提高能源利用率。① 余热发电大幅提升能源利用率：水泥纯低温余热发电技术是指在新型干法水泥熟料生产线生产过程中，通过余热回收装置，可将排放到大气中占熟料烧成系统热耗 35% 的废气余热进行回收，使水泥企业能源利用率提高到 95% 以上。公司几乎全线采用新型干法水泥生产线，共有 136 条新型干法水泥线，其中 4000 吨/天的优质水泥线有 111 条，占比 81.6%。日产 5000 吨的新型干法熟料生产线，采用国产余热发电设备，吨熟料发电量 32 吨，可降低低熟

料生产成本 13.8 元，全年成本节约空间为 2000 万元左右。②**新材料的开发应用：研发粉磨工序试用陶瓷球**，使得水泥台产节电 2~3 度，出磨水泥温度下降 10~15℃，磨机噪音明显降低，有效减少了系统能耗。③**节能减排，降低环保成本**。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，形成了“精细化操作+低氮燃烧+选择性非催化还原 (SNCR)”脱氮脱硝技术，已有 20 条生产线陆续完成脱硫技改，生产线全部实现达标排放，有效降低了氮氧化物和其他污染气体的排放。2017 年，公司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。为践行国家低碳发展战略，在下属的白马山水泥厂试点建设“水泥窑烟气二氧化碳捕集纯化示范项目”，已于 2018 年上半年投运。技改有效防止了因为环境保护问题导致的其他成本，如政府要求整改的治理成本。

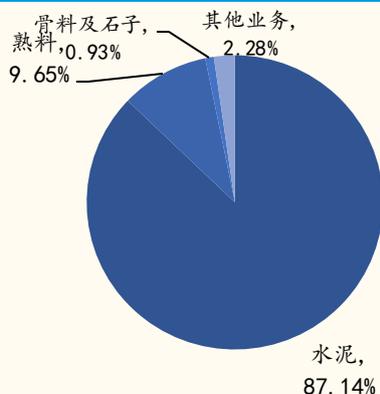
3、深耕水泥成翘楚，开疆拓土注协同

3.1 主打水泥业务，“海螺牌”实力雄厚

公司的**主营业务为水泥、商品熟料及骨料的生产、销售**。水泥品种主要包括 42.5 级水泥、32.5 级水泥、52.5 级水泥及特种水泥，产品广泛应用于国家基础设施建设，包括铁路、公路、机场、水利工程等大型工程项目，以及城市房地产、水泥制品和农村市场等。下属 140 多家子公司，分布在省内基地和十四个区域，横跨华东、华南和西部 18 个省、市、自治区和印度尼西亚、缅甸、老挝、柬埔寨等国，水泥产品质量卓越，享誉全国远销海外。

水泥+熟料主导公司业务，骨料+商混或成后起之秀。1) 根据公司年报，2017 年水泥及熟料业务占公司总营收的 97%。2) 2014 年 4 月海螺水泥开始探索骨料市场，2017 年开始部署商用混凝土市场。截至 2017 年，公司骨料产能 2890 万吨，商品混凝土 60 万立方米。公司预计，2018 年将新增骨料产能 1450 万吨，商品混凝土产能 120 万立方米。骨料和商用混凝土布局提速，或成公司业务新的增长点。

图表 27：2017 年水泥+熟料业务占比 97%



来源：国家发改委，国金证券研究所

图表 28：公司开始着力部署骨料和商用混凝土



来源：wind，国金证券研究所

水泥和熟料产能增速放缓，市占率逐年提高。1) 工信部下发的《建材工业发展规划 (2016-2020 年)》中明确提出“十三五”时期建材工业的结构调整目标为水泥熟料产能压减 10%。2) 截至 2017 年，公司熟料产能 2.46 亿吨，水泥产能 3.35 亿吨，根据公司年报，预计 2018 年将新增熟料产能约 360 万吨、水泥产能约 1480 万吨 (不含并购)。熟料产能增速趋近于零。3) 受供给侧改革的影响，水泥行业转向为存量博弈的阶段，拥有合理布局的熟料基地及优质的石灰石矿山资源使公司的竞争优势显著。根据中国水泥协会评选结果，2017 年公司位居全国水泥熟料产能第二名，仅次于重组合并后的中国建材。2017 年公司市占率为 13%，且处于逐年递增的趋势，行业龙头地位突出。

图表 29: 2004-2017 公司水泥总产能



来源: wind, 国金证券研究所

图表 30: 2004-2017 公司熟料总产能



来源: wind, 国金证券研究所

图表 31: 公司市占率逐年提升



来源: wind, 国金证券研究所

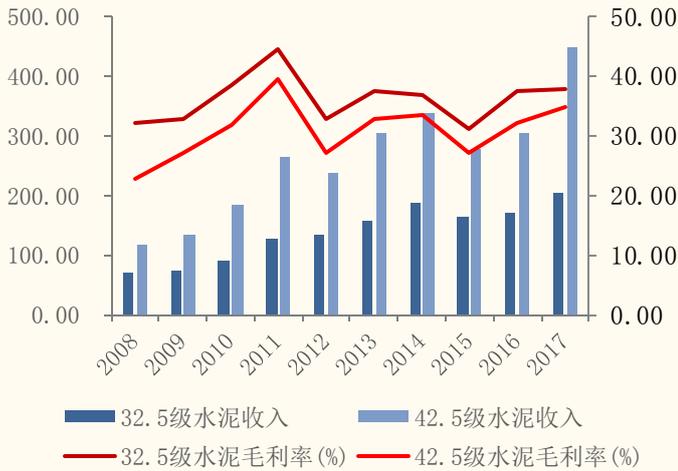
图表 32: 2017 年海螺水泥位居水泥熟料产能第二名



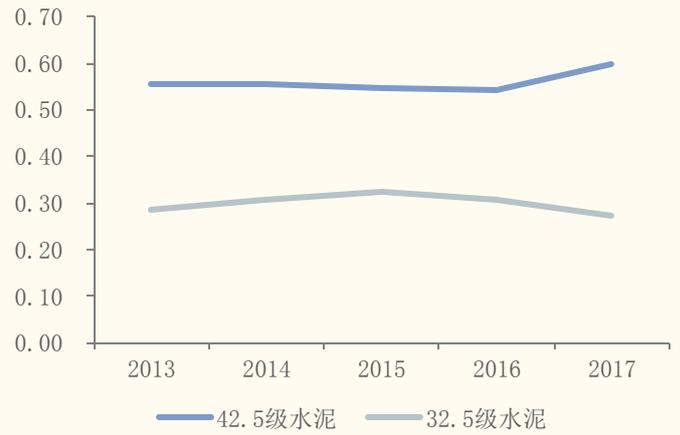
来源: wind, 国金证券研究所

紧跟政策风向, 淘汰落后产品: 1) 海螺水泥生产设备先进, 无需调整设备。公司目前使用的均为先进的生产设备, 不仅可以生产 32.5 级水泥, 也能生产 42.5 级水泥, 取消 32.5 级水泥不需要进行设备的调整, 可以避免大规模的资本支出。2) 取消 32.5 级水泥对生产经营影响较小。2017 年 32.5 级水泥的毛利率为 37.89%, 略高于 42.5 级水泥的 35%, 主要原因是 32.5 级水泥以袋装为主, 其包装成本计入销售费用, 因未体现在销售成本中, 表面看 32.5 级水泥毛利率更高, 实际上剔除销售费率后与 42.5 级水泥盈利能力相差无几。而且 32.5 级水泥在粉磨过程允许掺入更多的杂质, 成本较低。42.5 级水泥毛利率相对较低, 但通过行业自律, 加强内部管控等措施, 2015 年开始逐渐提升, 取消低端水泥影响小。3) 跟着政策走, 公司逐渐淘汰 32.5 级水泥。从公司各级水泥收入与营业收入之比可知, 产品在更新换代, 42.5 级及以上的水泥收入占比在不断上升, 而 32.5 级水泥在渐渐淘汰。2016 年 10 月工信部资料显示, 全行业 32.5 级水泥的占比为 63%, 32.5 级水泥收入占比未超过 30%, 可见海螺已经提前对产品结构进行了调整, 其 32.5 产品的占比大大低于全行业平均水平, 受到淘汰 32.5 产品的冲击也讲较小。

图表 33: 各级水泥业务情况



图表 34: 各级水泥收入占比



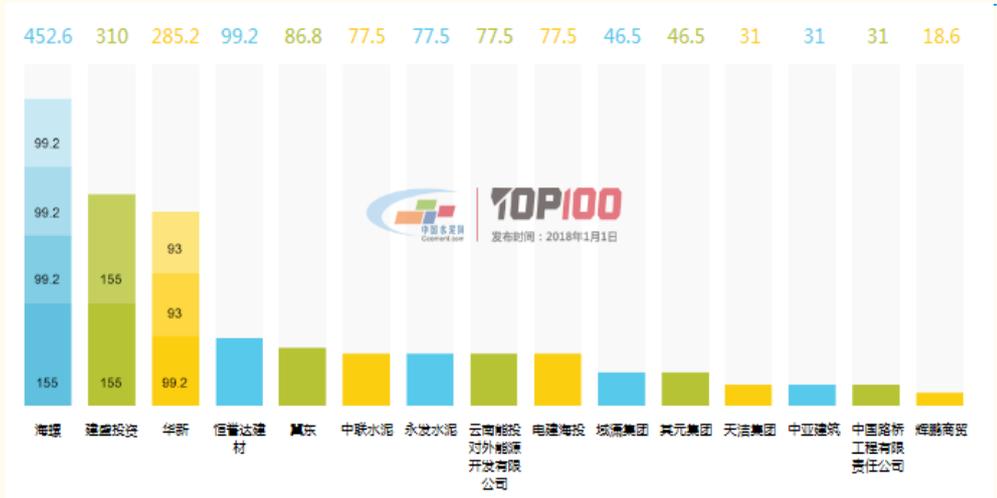
来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

3.2 开拓海外市场, 一带一路空间较大

海外投产项目产能全国第一。1) 2011年, 公司先后考察了俄罗斯、蒙古、巴西、北非、印度尼西亚等国家或地区, 决定发展海外市场。“一带一路”提出后, 公司坚定不移地走向国际, 加快国际产业布局, 力争3-5年内形成5000万吨的海外水泥产能规模, 更大范围、更加深入地参与到“一带一路”国家和地区的发展和建设中。2) 2014年11月, 海螺在印尼首条生产线点火投运, 海外布局持续推进, 目前已在印尼形成8个公司、7个水泥项目载体, 成为印尼第四大水泥企业集团。截至2018年6月, 公司已投产7个项目, 其中有4条新型干法熟料生产线, 3个粉磨站, 熟料生产线总产能452.6万吨/年, 远远高于其他水泥企业。

图表 35: 海外投资排行榜-投产



来源: 中国水泥网, 国金证券研究所

图表 36: 已投产项目

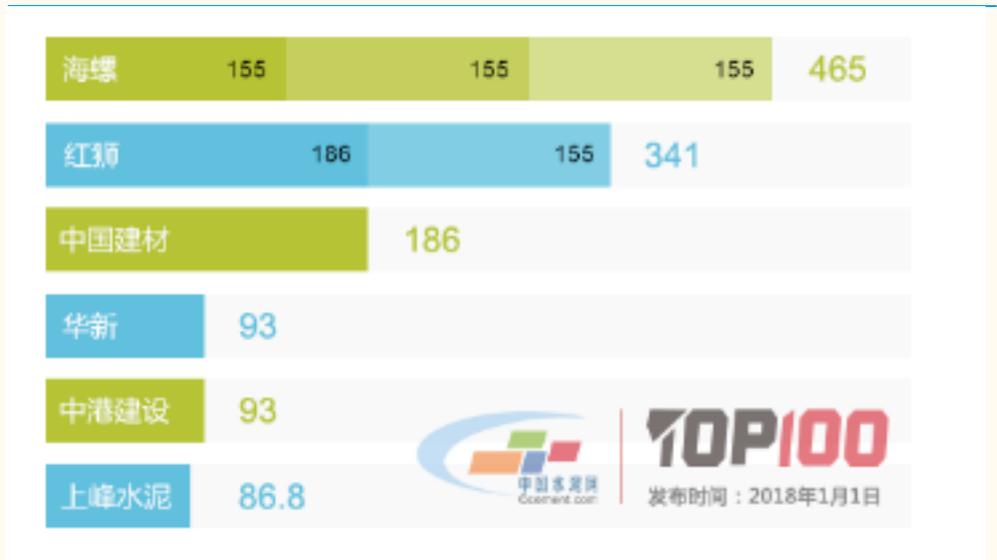
年份	项目名称	国家	产能 (万吨/年)
2014	印尼南加海螺一期	印度尼西亚	99.2
	印尼南加海螺二期工程	印度尼西亚	99.2
2016	印尼西巴布亚公司的水泥熟料生产线	印度尼西亚	99.2
	印尼孔雀港粉磨站	印度尼西亚	-

	缅甸海螺水泥熟料生产线等项目	缅甸	155
2017	印尼孔雀港粉磨站二期工程	印度尼西亚	-
2018	马德望海螺第一台水泥磨	柬埔寨	-

来源：中国水泥网，国金研究所

进军俄罗斯、老挝、柬埔寨，开拓步伐逐步扩大。1) **俄罗斯：首个建厂的中国公司。**目前俄罗斯水泥产能高达一亿多吨，而需求量仅有五千多万吨，产能过剩严重。但由于俄罗斯整体基础设施建设水平落后，长期来看仍有较大发展空间。2) **老挝：小企业居多，具有整合空间。**老挝现有的水泥企业规模较小，水泥需求量大约在 400 万吨，随着老挝经济发展的需要，老挝水泥需求量预计年增速将高于 10%。3) **柬埔寨：供需仍具缺口。**根据柬埔寨矿产和 resource 部测算，2017 年，柬埔寨水泥总需求量约 500 万吨，而柬埔寨现有水泥产能超 320 万吨，其中 2015 年从国外进口水泥 150 万吨，存在一定供需缺口。

图表 37：海外投资排行榜-在建



来源：中国水泥网，国金证券研究所

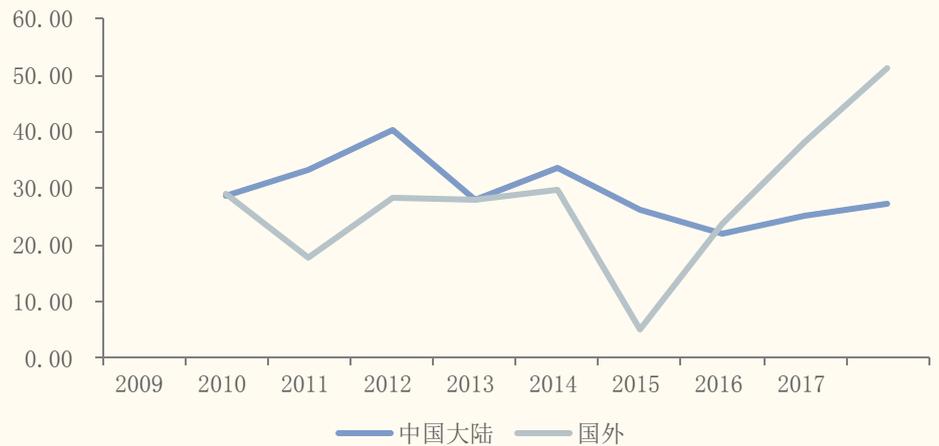
图表 38：在建项目

项目名称	进度	国家
印尼北苏海螺	进入施工高峰期	印度尼西亚
老挝琅勃拉邦海螺等项目工程	进入施工高峰期	老挝
俄罗斯伏尔加	前期工作正在有序推进	俄罗斯
老挝万象	前期工作正在有序推进	老挝
缅甸曼德勒	前期工作正在有序推进	缅甸

来源：中国水泥网，国金研究所

国外业务毛利率逐渐高于国内业务，或成新的利润增长点。得益于成本的大幅下降，国外业务毛利率在经过 2014 年低谷后直线上升，逐渐突破 50%，远远高于国内的 28%。随着项目投产，规模效应下，成本不断得到控制，收入也逐渐增长，海外业务逐渐走向正轨，利润增长加快。

图表 39：中国大陆和国外业务毛利率

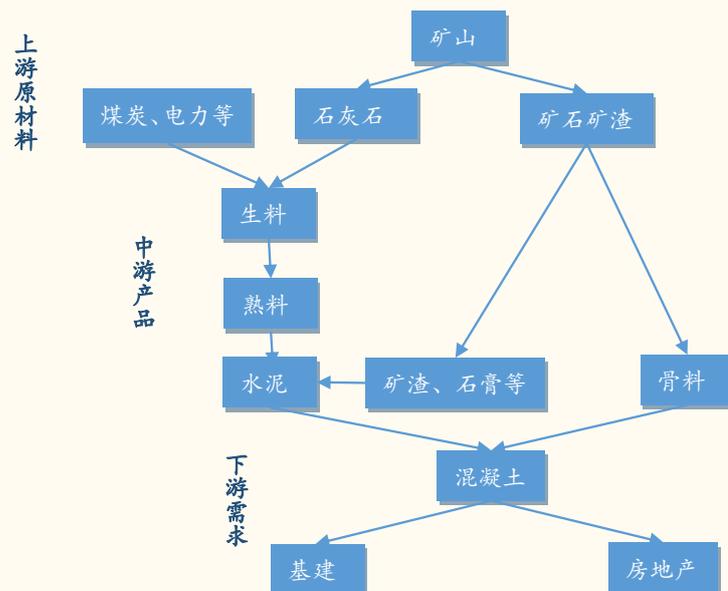


来源：wind，国金证券研究所

3.3 “骨料+水泥+商混”一条龙，全产业链一体化优势明显

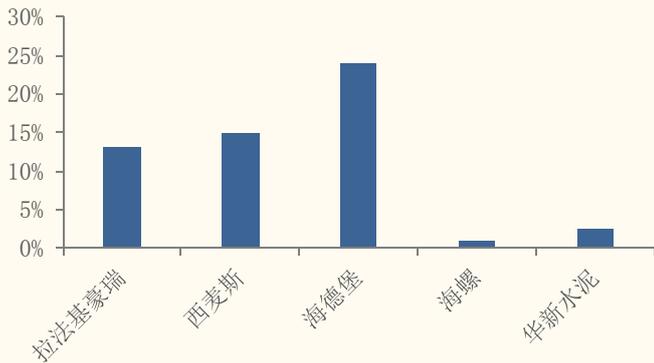
骨料和商品混凝土是水泥企业天然的拓展之路。1) 骨料和混凝土业务将为水泥龙头企业打开天花板。①水泥业务已经发展至白热化阶段，结合去产能的持续推进，新产业链的拓展显得尤为重要。发展骨料和商用混凝土利于水泥企业更加接近下游终端客户，提高议价定价能力。②多数水泥企业拥有自己的石灰石矿山资源，而水泥对于矿石品质有着较高的要求，低质量的石灰石可以进一步加工成砂石和骨料，节省了成本和避免资源的浪费。③水泥与骨料及商混业务可以共享人力、市场、工艺、装备等资源，整合上下游产业链，实现资源的充分利用。2) 产业链纵向拓展，国外已有成功典范。对标国外水泥巨头拉法基豪瑞、西麦斯、海德堡等企业，均在水泥、骨料、混凝土等业务板块广泛布局，骨料及商品混凝土业务占比 30%-60% 之间，并设立大量的尖端研究实验室进行新绿色建材的研发。相比之下我国水泥龙头企业发展结构较为单一，以水泥为主，骨料和商混业务可提供新的发展动力。

图表 40：水泥行业产业链



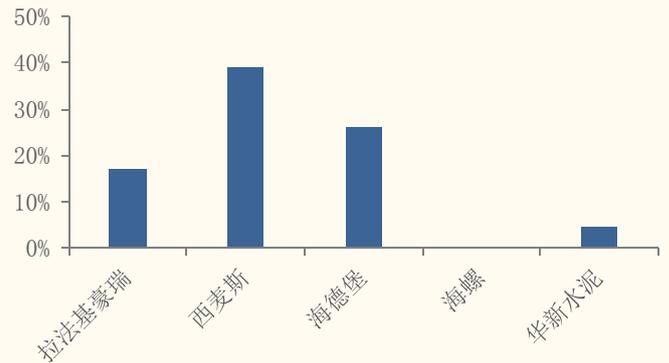
来源：国金证券研究所

图表 41：国内外龙头骨料业务占比



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 42：国内外龙头商混业务占比



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

骨料供需发展空间大，价格上涨迅速。1) 骨料需求端维持高位。骨料需求量整体呈增长态势，2017 年骨料需求消费量同比增长 2.13%，增量接近 4 亿吨。2) 受政策限制，供给端发展机遇广阔。根据中国水泥协会数据：我国大\中\小型规模矿山占比 7%\15%\78%，微型矿山占绝大多数比例，中小型企业开采方式落后，对生态环境影响巨大。从 2013 年开始，政府加大矿山整治力度 2013-2017 年新立探矿权和采矿权不断减少，2017 年出让探矿权\出让采矿权同比下降 36.6%\14.5%。政府关停矿山政策不断加码，2017 年国家安监总局印发《非煤矿山安全生产“十三五”规划》，提出到 2020 年淘汰关闭非煤矿山 6000 座。2016 年，关停砂石矿山退出量为 3530 家，新增审批入市的砂石矿山为 1154 家，2017 年关停退出量为 2080 家，新增量为 1008 家。砂石供应端呈现负增长。3) 受砂石供给端持续压缩影响，骨料价格一路攀升。2017 年全国骨料离岸价呈现不断上涨趋势，随着政府关停矿山的力度增强，骨料价格持续上涨。

图表 43：骨料需求量及增长率



来源：wind, 国金证券研究所

图表 44：2013-2017 年新立探矿权和采矿权数量变化



来源：国土部, 国金证券研究所

图表 45：2017 年全国骨料离岸价



来源: wind, 国金证券研究所

大型水泥企业已纷纷布局，骨料业务爆发可期。1) **水泥龙头企业助推骨料质量和环保升级。**水泥企业可以凭借雄厚的资金优势引进先进的生产技术，推广优质骨料生产，提升产品性能升级。水泥企业基于更加严格的环保控制能够打造绿色生产线，资源能够充分利用，减轻骨料市场长期以来乱采乱挖的现象。2) **水泥龙头企业纷纷布局，在骨料市场地位上升。**①海螺从 2011 年开始布局骨料市场，2013 年紧锣密鼓的进行相关业务的尝试，至 2017 年年底，公司已设立 24 个项目，年产产能达 2890 万吨，公司规划 2020 年建设成不低于 1 亿吨的骨料年产能。②冀东水泥下设 7 家砂石子公司，将砂石骨料纳为集团八大核心业务板块之一，拥有生产线 9 条，合计产能近 3000 万吨，后期重点围绕“三北地区”打造年产能达 2 亿吨的砂石骨料基地。华新、金隅、红狮、华润、葛洲坝等大型水泥企业已纷纷布局砂石骨料市场，已建或在建骨料线产能均在百万吨级别。3) 2017 年海螺水泥骨料收入 6.99 亿元，同比增长 92.56%，毛利率达到 63.98%，居所有业务之首。4) 同身为行业龙头的华新水泥于 2016 年布局骨料市场，年产能 1152.6 万吨。2017 年骨料收入 5.13 亿元，同比增长 106.85%，毛利率为 52.73%。可见于水泥企业而言，骨料业务有望成为新的利润增长点。

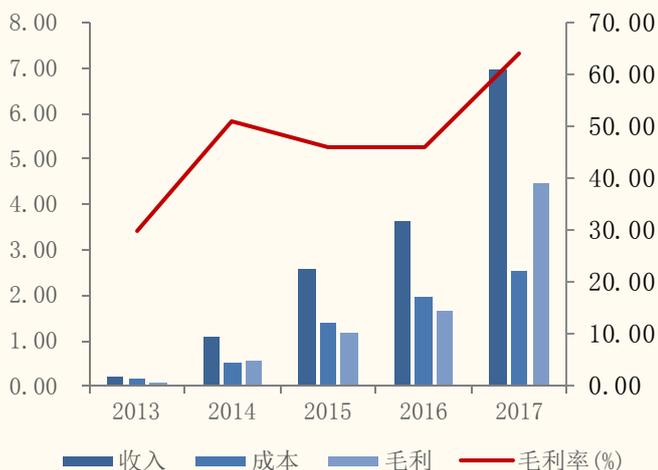
图表 46：海螺水泥布局骨料市场

时间	海螺水泥	年产能	
2011	池州海螺骨料项目	150 万吨	
2013	石门海螺骨料项目	200 万吨	
	铜陵海螺骨料项目	150 万吨	
	荻港海螺骨料项目	30 万吨	
	礼泉海螺骨料项目	110 万吨	
	建德海螺骨料项目	100 万吨	
	英德海螺骨料项目	100 万吨	
2014	济宁海螺骨料项目	100 万吨	
	安徽海螺骨料项目	100 万吨	
	凤凰山骨料项目	200 万吨	
	扶绥海螺骨料项目	150 万吨	
	广元海螺骨料项目	100 万吨	
	清新水泥骨料项目	50 万吨	
	弋阳海螺骨料项目	100 万吨	
	乾县海螺骨料项目	200 万吨	
	2015	达州海螺骨料项目	100 万吨
		梁平海螺骨料项目	200 万吨
赣州海螺骨料项目		200 万吨	
兴安海螺骨料项目		100 万吨	

2016	昆明宏熙骨料项目	50 万吨
	广西凌云通鸿骨料项目	100 万吨
	平凉海螺骨料项目	100 万吨
2017	阳春海螺骨料项目	100 万吨
	安龙海螺骨料项目	100 万吨
合计	24 个	2890 万吨

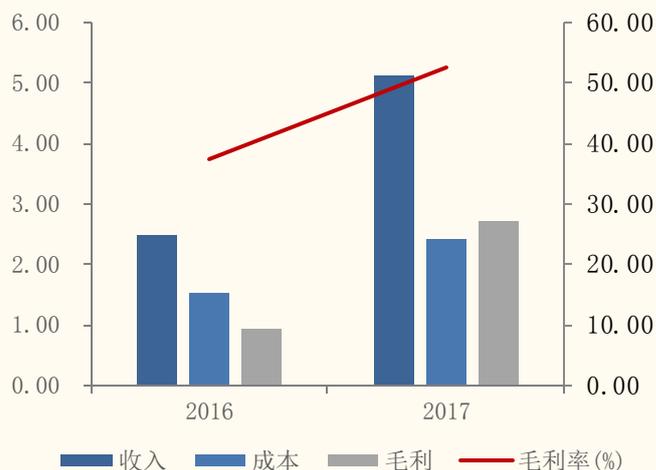
来源：公司官网，中国水泥协会，国金证券研究所

图表 47：海螺骨料业务情况



来源：wind，国金证券研究所

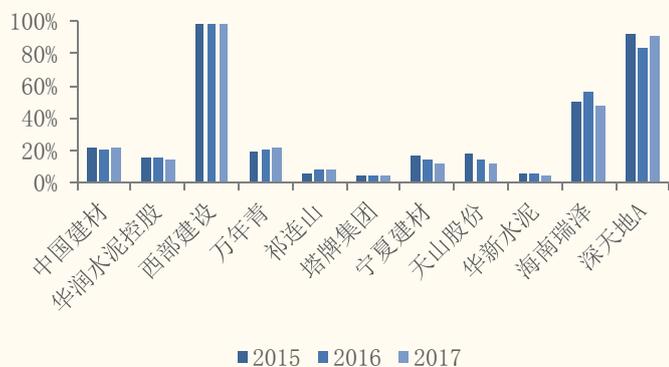
图表 48：华新骨料业务情况



来源：wind，国金证券研究所

水泥+商混占据优势，协同发展是核心。 1) 2003 年，商务部、建设部等四部委颁发和实施《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》，各地分别以地方性法规、政策规章、政府规范性文件等形式出台并实施了“禁现”政策。“禁现”政策规范了混凝土行业，即使宏观经济增速放缓，商品混凝土产量仍然保持稳健发展。2) 相较于单一的混凝土企业，“水泥+混凝土”产业链更具优势。①资源优势：水泥企业拥有矿山资源，在水泥和骨料上实现自给自足减少生产成本，提高价格竞争优势；②客户优势：水泥和混凝土下游终端用户相同，减少销售端成本，此外更接近终端市场能够使企业对于下游需求迅速调整生产，提高竞争力；③资本优势：混凝土的投资门槛较低，水泥龙头企业资金力量雄厚，协同自身资源优势和客户资源能够快速占领市场份额。

图表 49：西部建设、深天地 A 以混凝土业务为主



来源：wind，国金证券研究所

图表 50：西部建设、深天地 A 毛利率水平相对较低



来源：wind，国金证券研究所

深思熟虑布局商混，利润爆发可期。 1) 水泥企业向混凝土进行产业链延伸是行业常态，多数水泥龙头企业从上市以来开始部署进军商混市场，且毛利

率不断攀升。2) 海螺水泥 2013 年就已提出产业链向骨料延伸, 并探讨进入商业混凝土的时机和模式, 但是在 2017 年 7 月才开始有所行动, 主要考虑是商混门槛低、回款期长、运输半径小, 且国内混凝土市场格局欠佳, 供给侧改革、价格战等频频爆发, 海螺水泥需要寻找最佳的进场时机。而对市场拥有敏锐嗅觉的海螺开始正式进军商混, 未来增长可期。3) 2017 年海螺新成立了 4 家生产商品混凝土的子公司, 项目地址选在贵州遵义、四川广元和巴中、以及广西兴安, 且选择与当地政府的投融资平台合作, 建立商品混凝土搅拌器。选址满足产业链协同: 遵义、广元、巴中均配有水泥协同处置项目, 广元 2014 年已建成年产 100 万吨的骨料项目, 遵义和巴中的骨料项目正在招标之中, 届时能够实现“骨料+水泥+商混”全产业链建设, 公司预计建成后可实现 9000 万元年收入。4) 目前商混占营收和利润的比重可以忽略不计, 但参考骨料连年翻番, 五年时间毛利从 0 到 4 亿多的增长速度, 且水泥企业商混业务毛利率节节攀升, 商品混凝土未来有望成为海螺一个新的增长点。

图表 51: 水泥龙头企业商混毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 52: 海螺设立 4 家商混企业

被参控公司	直接持股比例	被参控公司注册资本 (万元)	投资额 (万元)
池州海螺新材料有限责任公司	100.00	5,000.00	5,000.00
遵义海汇新材料有限责任公司	60.00	4,500.00	2,700.00
广元海螺新材料有限责任公司	90.00	4,000.00	3,600.00
兴安海螺新材料有限责任公司	70.00	4,000.00	62,000.00

来源: wind, 国金证券研究所

3.4、公司水泥产品丰富, 特种水泥打破水泥同质化桎梏

水泥按照用途及性能可分为通用水泥和特种水泥。1) 据中国水泥协会统计, 获得水泥生产许可证且处于有效期的企业共有 3445 家, 其中具有特种水泥生产许可证的仅有 305 家, 占比 8.85%, 分布主要集中在西北、中南、西南地区, 华东地区不足 3%。2016 年特种水泥年产量约为水泥总产量的 1.86%, 对标发达国家的 6%-10%, 差距较大。此外, 建材十三五规划中明确提出水泥特殊化是未来水泥发展的重要方向, 水泥工业的特殊化可期。2) 依托雄厚的实力, 公司成为国内能够全部提供抗硫酸盐水泥、中低热水泥和道路水泥等特种水泥的供应商。公司研制的核电水泥、无磁水泥、灌浆水泥、高铁水泥等特种水泥填补了国内多项技术空白。被用于连云港核电站、上海磁悬浮列车、东方明珠塔、杭州湾跨海大桥等标志性工程。产品销往美国、澳大利亚、欧洲等 72 个国家和地区, 成为国内第一家把产品打入美国市场的水泥企业, 实力和技术得到国内外广泛认可。

图表 53: 公司主营产品及其适用范围

水泥品种	适用范围
P. I 62.5、P. II 62.5R、P. I 52.5R、 P. II 52.5R、P. O 52.5R、美标水泥 I/II、II/V 型水泥	配制高标号、超高标号混凝土及大跨度梁架等。
P. O 42.5R、P. O 42.5、P. C 42.5R、P. C 42.5	适用于桥梁、码头、道路、高层建筑等各种建筑工程，一 般工业与民用建筑，可配 C30-C80 不同标号混凝土。
P. S 42.5R、P. S 42.5、P. S 32.5	主要用于大体积混凝土、地下及水中各种混凝土工程，高 抗渗要求及耐高温工程，一般工业与民用建筑。
P. C 32.5R P. C 32.5	一般工业与民用建筑。
抗硫酸盐水泥	主要用于海港、防浪堤、水利、地下、引水等基础工程。
道路硅酸盐水泥	主要用于路面如高速公路、机场跑道和对耐磨性、抗干缩 等要求较高的工程。
中、低热硅酸盐水泥	主要用于大坝、大体积混凝土等工程。
无碱水泥	主要用于碱含量要求低的中国大地监测网等基础工程。
油井水泥	主要用油井的施工。
核电站专用水泥	主要用于核电站的建设，防止核辐射。
白色水泥	用于建筑物的装饰和彩色水泥的配制。

来源：公司公告，国金证券研究所

二、行业：需求平稳，供给主导，看好

1、需求端：基建房建稳增长，供给收缩或致产量下滑

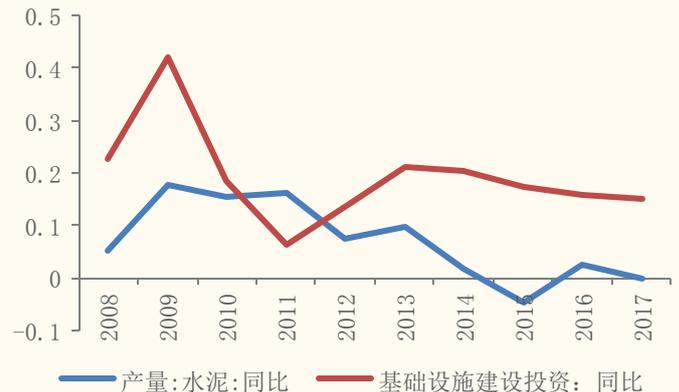
- 水泥需求与基建投资、新开工面积高度相关。1) 考虑水泥库存周期较短，业内一般以水泥产量作为衡量需求的指标。2) 水泥的需求主要源自基建、地产、农村市场。考虑农村市场数据缺乏且具有一定的消费属性，整体波动不大，市场主要研究水泥产量与基建、地产的联系。3) 历史上，产量与基建、地产相关度高。基建投资完成额增速、地产新开工面积增速与水泥产量增速相关性高，基建增速与水泥产量相关系数达 0.88，新开工面积增速与水泥产量增速相关系数达 0.82。

图表 54: 地产投资完成额与水泥需求有相关性



来源：wind，国金证券研究所

图表 55: 基建增速与水泥需求有相关性



来源：wind，国金证券研究所

1.1 地产：长短期支撑力充裕，新开工面积有保障

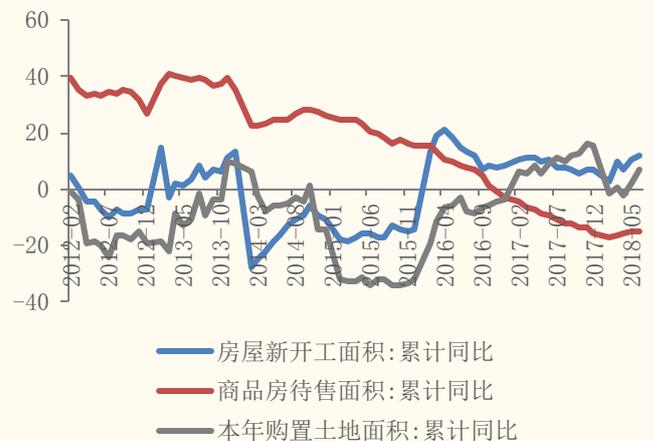
- 拿地高增滞后效应+去库存效应支撑 2018 年商品房新开工面积，棚改+长租公寓提供中期新开工面积支撑（年均 3.6 亿平米新开工面积）。1) 市场一直将销售面积视为新开工面积的前瞻指标，由于商品房销售面积自 2016 年 4 月开始回落，市场对未来的新开工面积存在一定疑虑。从历史数据来看 2009-2016 年新开工面积增速滞后于销售面积增速变动，但 2016 年之后销售面积增速的领先性消失转为同步指标。2) 2017/2018 年 H1 地产销

售面积同增 7.7%/3.3%，新开工面积同增 7%/11.8%，我们认为 2018 销售和开工的背离值得关注，而支撑此轮新开工的主要源自 2017 年拿地面积高速增长带来的滞后效应和去库存效应，新开工面积表现出较强的韧性。2017 年拿地面积同增 15.8%，商品房待售面积持续下滑，2017/2018 年 H1 同减 15.3%/14.7%。3) 同时棚改和长租公寓的推进也支撑着新开工面积。①2017 年 5 月国务院推出 2018-2020 年三年棚改计划，计划改造棚户区 1500 万套，我们按 50 平米/套测算未来三年棚改提供新开工面积约 7.5 亿平米，年均新开工面积 2.5 亿平米；②预计租房人口约 1.79 亿人，假设 2020 年我国长租公寓新开工面积可满足 10%的租房人口的需求，按 2016 年长租公寓 2%的占比、人均租客面积 30 平米测算，2017-2020 年长租公寓提供新开工面积约 4.3 亿平米，年均新开工面积 1.1 亿平米。3) 2018 年 H1 新开工面积同增 11.8%，保守预计全年地产新开工面积同增 5%。

图表 56：2016 年以来，销售面积的领先性失效



图表 57：拿地面积高增+去库存效应支撑 2018 年新开工面积



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

1.2 基建：“稳增长”的抓手，“补短板”的先鋒

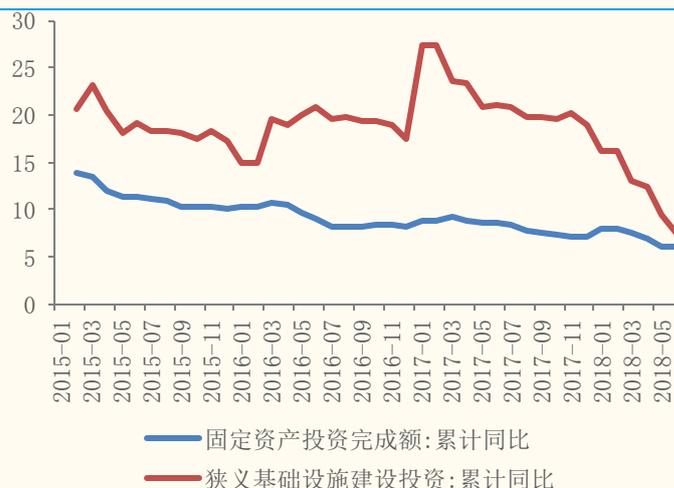
- 内需趋弱+贸易战加剧，“稳增长”仍需基建发力。1) 6 月社融数据仅 11800 亿元，环比增长 55% (前值 7608 亿元)，同比下滑 33%，环比虽有回升，但明显低于市场预期，新增人民币贷款 16742 亿，环比增长 32%，表外融资依然是主要拖累因素。2) 1-6 月全国固定资产投资 (不含农户) 29.73 万亿，同比+6%，狭义基建投资同比+7.3%，需求仍弱。3) 内需趋弱，贸易战加剧的情况下，展望下半年，经济下行压力大，“稳增长”依然需要基建发力，政策支持下基建有望在下半年企稳回升。保守预计全年基建增速同增 5%。

图表 58: 6 月社融不及预期



来源: wind, 国金证券研究所

图表 59: 固投增速下滑, 需求趋弱

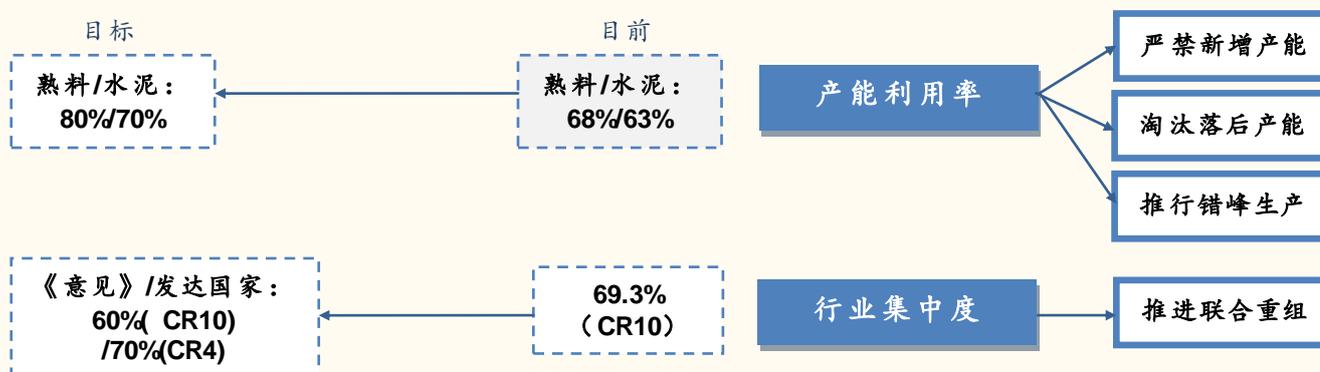


来源: wind, 国金证券研究所

2、供给端：四套组合拳促集中度提升，2018 年环保加码或促供给收紧

- 对标国务院 2020 年发展目标，供给端仍具压缩空间。2016 年 5 月，国务院颁发《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，主要内容为严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组及推行错峰生产四个部分。发展目标为：到 2020 年产能利用率回到合理区间（水泥协会提出熟料、水泥产能利用率目标为 80%、70%），水泥熟料产能排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右。

图表 60: 2020 年主要发展目标分析



来源: 中国水泥协会、国务院、国金证券研究所 注: 灰色区域为 2016 年数据

2.1 严禁新增产能：存量博弈下，龙头企业依靠成本优势提高市占率

- 1) 2017 年产能置换效果初现。《意见》规定新建熟料生产线必须以落后产能指标进行等量或减量置换。根据工信部数据，2016 年淘汰水泥熟料产能 559 万吨，但当年新建投产 19 条熟料生产线，新增熟料设计产能 2558 万吨。扣除淘汰量净增 2000 万吨。市场认为产能置换偏离了严禁新增产能的发展目标。然而随着落后产能的替换进程逐步推进，2017 年新增水泥熟料设计产能约为 2046 万吨，扣除淘汰量熟料设计产能首次出现下滑，减少净额为 1000 万吨。据中国水泥协会统计，2016 年全国熟料产能利用率为 68%；水泥产能利用率为 62.74%。截止到 17 年三季度末，水泥产能利用率达到 69.3%，呈逐步提升的态势。2) 等量置换转为减量置换，政策趋紧利好去产能加速。①等量置换转为减量置换。2018 年 1 月，工信部发布《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》，通知规定长三角、珠三角、京津冀等环境敏感区置换比例为 1:1.5（每建 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能），非敏感区域置换比例为 1:1.25。② 置换限制趋严。已超过国

家明令淘汰期限的落后产能，已享受奖补资金和政策支持的退出产能，无生产许可的水泥熟料产能，项目建设手续不合规的产能、均不得用于产能置换，为了推动政策落实减少失信行为加大惩处问责制度。3) 存量博弈阶段，龙头优势明显。严禁新增产能将使行业进入存量博弈阶段，拥有优质熟料生产线的龙头企业依靠其成本优势将会逐步提高市场占有率，低价倾销及恶性竞争等现象将会逐步减少，小型企业出清速度加快，龙头受益显著。

图表 61：新增设计产能五年处于下跌趋势



来源：wind，国金证券研究所

图表 62：熟料设计产能 2017 年首次下滑



来源：wind，国金证券研究所

图表 63：水泥行业产能置换政策

日期	政策	内容
2009	国发〔2009〕38号《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》	严格控制新增水泥产能,执行等量淘汰落后产能的原则
2013.10	国发〔2013〕41号《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	严禁建设新增产能项目,对确有必要建设的项目,以等量或减量置换原则进行申报,在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域,实施减量置换,相关部门认定后依法依规补办相关手续
2015.4	《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》	产能严重过剩行业项目建设,须制定产能置换方案
2016.05	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发〔2016〕34号)	为从源头把控好“严禁新增产能”的关口,引导企业通过联合重组和产能置换,将竞争乏力的过剩产能尽快退出,迫切需要修订出台比原办法要求更加严格、压减力度更大的实施办法。
2018.01	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	位于国家规定的环境敏感区的水泥熟料建设项目,每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能;位于其他非环境敏感地区的新建项目,每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能;西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。

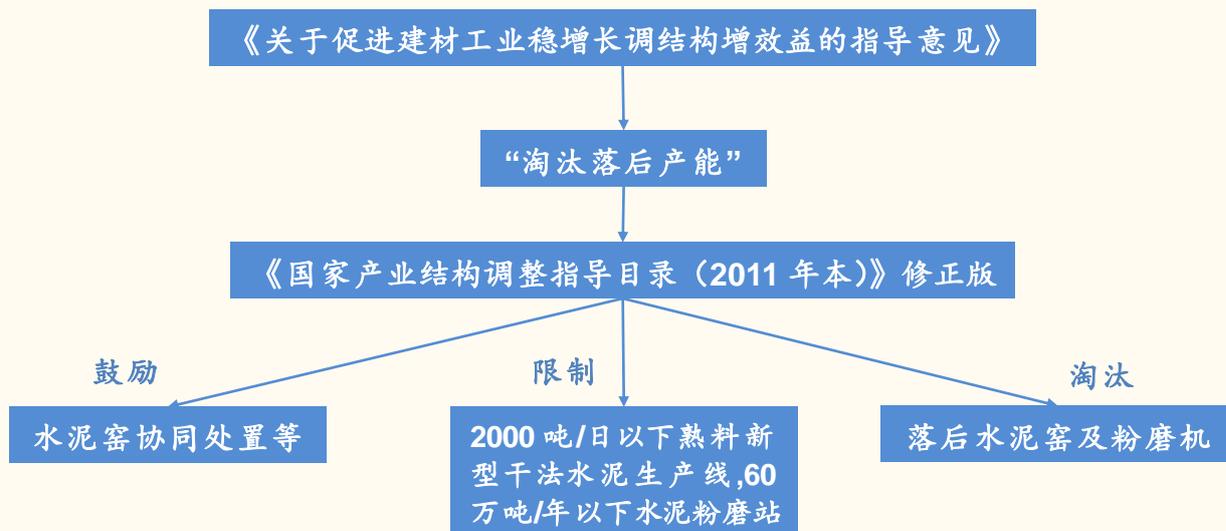
来源：中国水泥协会，国金证券研究所

2.2 淘汰落后产能：基本完成，重心转向落后产品，利好龙头提升议价能力

- 1) 淘汰落后产能任务基本完成。淘汰落后产能主要指将落后水泥窑及粉磨机替换为新型干法熟料及磨机。根据工信部数据，2010-2016年全国淘汰的水泥（熟料及磨机）落后产能达 7.75 亿吨，2012 年达到淘汰落后产能的高峰，全年淘汰 2.7 亿吨，2013 年开始逐年递减，2016 年淘汰落后产能为 1100 万吨，基本进入尾声。七年来水泥（新型干法熟料及磨机）净增产能达 18.6 亿吨，是完成淘汰落后产能总量的 2.4 倍，现阶段工作重心转向熟料产能过剩。2) 取消 32.5R 低端水泥，“淘汰落后”从产能转向产品，熟料产能利用率提升。2014 年底颁布的《通用硅酸盐水泥》标准第 2 号修改单（2015 年 12 月实施）取消了 P.C. 32.5 水泥，为了维护市场供需平衡暂时取消了对 32.5R 的要求。2017 年 10 月，工信部以第三号修改单的形式提出取消 35.2R 水泥，征求意见稿将于 2018 年 6 月 7 日截止，上海市于 5 月 1 日起已全面禁止 P.C. 32.5R 水泥的使用，预计 32.5 级水泥即将迎来最终谢幕。①取消 32.5R 水泥将促进熟料产能利用率大幅提升。目前 32.5 级水泥主要分为矿渣（P.S.）、粉煤灰（PF）、火山灰（PP）、复合（PC），由于生产成本及产品性能的约束，市场主要以 P.C. 32.5R 为主。根据国家标准，P.C.水泥熟料+石膏占比在 50%-80%，假设石膏占比为 3%，

考虑生产 32.5R 低端水泥以中小企业为主，参杂较高，熟料占比估计为 45%。而 42.5 属于高级水泥主要以大型企业生产为主，下游客户要求较高，生产较为规范，熟料占比估计为 65%。根据中国建材报，2016 年水泥产量为 24 亿吨，32.5R 占比 50%以上。由于 P.C.32.5R/P.C.42.5 水泥的 28 天抗压强度 32.5/42.5 兆帕，则设同等强度下置换率为 1:0.76，根据测算可得 2016 年若用 P.C.42.5 水泥代替 P.C.32.5R 熟料产能利用率将从 68% 提升至 70.74%。若为等比置换下，新增熟料用量为 2.4 亿吨，熟料产能利用率提升至 80%。随着 32.5R 水泥的全面撤离，熟料产能利用率的发展目标有望提前实现。②低端产能出清，龙头企业定价能力提升。随着 32.5 级水泥的退出，高标水泥占据绝大部分市场，小企业以往靠掺杂混入杂质降低成本的方法不再适用，利润将会大幅缩水，而龙头拥有富足且优质的熟料资源，定价能力将有显著提升。

图表 64：淘汰落后产能基本完成，现已转向熟料产能过剩



来源：国务院、国金证券研究所

图表 65：取消 32.5 系列等级水泥的发展进程

日期	政策	内容
2008	《通用硅酸盐水泥》标准	取消了 P.O32.5 水泥，保留了 P.C32.5、P.S32.5 等型号水泥
2014.12	《通用硅酸盐水泥》标准国家第 2 号修改单	将于 2015 年 12 月 1 日起正式取消 P.C32.5 水泥
2016.05	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》国办发〔2016〕34 号	停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥，重点生产 42.5 及以上等级
2016.11	《新疆水泥行业稳增长调结构增效益实施方案》	2017 年 5 月 1 日起，取消全部 32.5 等级水泥，提高产品档次
2017.01	《宁夏建材工业调结构促转型增效益实施方案》	2017 年起，停止办理含有 32.5 等级复合硅酸盐水泥企业的生产许可证手续，全区水泥（含水泥粉磨站）企业应重点生产 42.5 及以上等级水泥
2017.06	《水泥工业“十三五”发展规划》	淘汰复合 32.5 水泥，鼓励生产和使用 42.5 及以上等级水泥、纯硅酸盐水泥
2017.10	《通用硅酸盐水泥》强制性国家标准修改单报	取消 32.5R 强度等级的复合硅酸盐水泥，只含有 42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个等级
2018.05	《上海市住房和城乡建设管理委员会文件》	禁止强度等级为 32.5 和 32.5R 的复合硅酸盐水泥使用。

来源：中国水泥协会，各政府官网，国金证券研究所

图表 66：置换率为 1:0.76 情况下取消 P.C.32.5R 水泥将会提升近 3pc 熟料产能利用率

P.C.32.5R		P.C.42.5	
2016 年 P.C.32.5R 产量	24 亿吨*50%=12 亿吨	等同于 2016 年 P.C.42.5 产量	12 亿吨*0.76=9.12 亿吨
2016 年 P.C.32.5R 熟料用量	12 亿吨*45%=5.4 亿吨	2016 年 P.C.42.5 熟料用量	9.12 亿吨*65%=5.93 亿吨

新增熟料用量：0.53 亿吨

2016 年实际熟料产能利用率=13.76/20.2*100%=68%

替换后 2016 年熟料产能利用率=14.29/20.2*100%=70.74%

来源：国金证券研究所

2.3 错峰生产：2017 年供给侧的最大边际变量，短期减产量，改善龙头盈利有助于行业整合，长期加速去产能

- 1) 2014 年为解决北方雾霾及产能过剩等问题针对“北方四省一区”提出了错峰生产的概念；2015 年 11 月工信部、环保部决定采暖期在北京、天津、河北等 15 个省（自治区、直辖市）试行错峰生产，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产；2016 年 10 月发布《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，决定在 15 年北方地区全面试行错峰的基础上做好 2016-2020 错峰生产；伴随 17 年南方 9 省自动加入，错峰生产版图还在不断扩大。2) 在淘汰落后产能接近尾声，严禁新增产能缓慢推行背景下，错峰生产成为近年供给端的最大边际变量。以 2017 年为例：①**错峰政策制定-时间空间双维度趋严**。2017 年年底，环保部等印发《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，提出 2017 年 10 月至 2018 年 3 月，京津冀大气污染传输通道“2+26”城市水泥建材全部停产。部分地区错峰时间长达 6 个月间，全国各地区错峰生产时有增无减，错峰限产力度达到历史顶峰。②**错峰政策落地-环保督查保驾护航**。2017 年 4 月至 2018 年 3 月针对“2+26”城市展开史上最严的中央环保督查，面向水泥行业重点督查企业错峰生产停产、限产措施执行情况，加大问责力度。督查期间，企业几乎全面停产，地方政府为控制全年污染排放总量指标，也要求企业停产。环保成限产能去库存的重要抓手，环保督查下错峰生产严格执行，致使行业库存下降，供货紧张，春季开工后水泥价格一路攀升。受益于错峰生产的不断推进，2016 水泥行业实现利润 518 亿元，同比增长 55%，2017 年水泥行业利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%，错峰生产对行业刺激效果显著。3) 错峰生产短期去产量，长期实则去产能。有人认为错峰生产治标不治本，实质是去产量而非去产能。中国水泥协会孔祥忠表示：“错峰生产和停窑限产都是为实现去产能目标提供平稳过渡期，只有行业效益得到提升才能使得存续企业有能力奖补退出企业，从而推进去产能工作”。随着行业自律意识逐步增强，行业效益逐步增加，错峰生产逐步转为自发，长期来看有利于行业去产能工作持续有效的推进。

图表 67：2017 Vs 2018 水泥行业采暖季错峰生产计划

	2017 年采暖季错峰	2016 年采暖季错峰
政策	<p>《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》</p> <p>政策目标：为切实做好 2017-2018 年秋冬季（2017 年 10 月-2018 年 3 月）大气污染防治工作，坚决打好“蓝天保卫战”</p> <p>错峰范围：京津冀及周边地区“2+26”城市采暖季全部实施水泥停产，水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产</p> <p>政策有效时间：2017-2018 年</p>	<p>《2016-2020 年期间水泥错峰生产通知》</p> <p>政策目标：为贯彻落实《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号），化解水泥行业产能严重过剩矛盾，同时减轻采暖期大气污染</p> <p>错峰范围：北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 15 个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线将进行错峰生产</p> <p>政策有效时间：2016-2020 年</p>
辽宁、黑龙江	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 4 月 15 日	11 月 1 日至次年 3 月底
吉林	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日，全部停产	
新疆	不同地区计划不同，基本停产 3-6 个月	
北京、天津、河北	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日	2016 年 11 月 15 日至 2017 年 3 月 15 日
山西	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日	2016 年 12 月 1 日至 2017 年 3 月 31 日
陕西	采暖季期间全部实施停产	12 月 1 日至次年 3 月 10 日实行错峰生产
内蒙古	11 月 15 日~2018 年 3 月 15 日期间全部停产。	11 月 15 日至次年 3 月 15 日实行错峰生产
甘肃	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 3 月 15 日	2016 年 12 月 15 日至 2017 年 3 月 31 日

青海	一般水泥生产线 2017 年 12 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日 电石渣生产水泥的生产线和开展水泥窑协同处置的生产水 泥的生产线 2017 年 12 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日期间	12 月 15 日至次年 4 月 15 日期间停产 90 天
宁夏	2017 年 12 月 10 日至 2018 年 3 月 20 日	2016 年 12 月 20 日至 2017 年 3 月 10 日
河南	郑州等京津冀大气污染传输通道城市 2017 年 11 月 15 日 至 2018 年 3 月 15 日停产, 其余 2017 年 11 月 15 日至 2018 年 1 月 20 日, 2018 年 2 月 11 日至 3 月 15 日停产	11 月 15 日至次年 3 月 15 日实行错峰生产
四川	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 2 月 28 日, 不少于 50 天	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 2 月 28 日, 不少于 50 天
山东	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日, 全省所有水泥 生产线(包括利用电石渣生产水泥)全部进行错峰生产	2016 年 12 月 16 日至 2017 年 3 月 15 日
湖北	四季度不少于 20 天	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 2 月 28 日
湖南	全省新型干法水泥生产线全年停窑错峰生产及检修时间原 则上不少于 100 天, 产能严重过剩 and 环境保护重点城市、地 区错峰停窑时间要适当延长。	全省新型干法水泥生产线全年停窑错峰生产及检修时间 原则上不少于 100 天, 产能严重过剩 and 环境保护重点城 市、地区错峰停窑时间要适当延长。
浙江	1 月 15 日-2 月 20 日统一限产 35 天, 浙江省所有水泥熟 料生产线, 包括利用电石渣生产水泥的生产线	2017 年 1 月 10 日至 2017 年 2 月 15 日 秋冬雾霾的高发期统一限产 15 天。
重庆	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 2 月 28 日, 以及雨季、用电 高峰、环境应急时段	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 2 月 28 日, 以及雨季、 用电高峰、环境应急时段
福建	无公告	2016 年 10 月至 2017 年 3 月之间计划停窑 40 天
江苏	所有熟料生产线每年除夕前 15 天至春节后 30 天	无相关政策出台

来源: 中国水泥协会, 各政府官网, 国金证券研究所

2.4 推进联合重组: 强强联手提升行业集中度

- 1) 兼并重组成为水泥行业新主流。2015 年水泥行业整合之风已初见端倪: 全年并购重组案达 19 个, 包括海螺水泥控股西部水泥和收购江西圣塔, 华润水泥控股昆钢水泥整合云南市场, 天瑞集团收购山水水泥和参股同力水泥等。2016 年 4 月, 金隅股份与冀东集团达成战略重组, 金隅通过增资扩股及股权转让持有冀东集团 55% 的股权, 从而成为其控股股东, 双方水泥及混凝土业务将注入冀东水泥。同年 8 月, 中国建材与中材集团实施战略重组, 宣告新的行业巨头诞生。2017 年 8 月, 辽宁云顶水泥集团由省政府及协会牵头, 省内大型企业自发组成, 标着这东北水泥新格局的诞生。2) 水泥具有极强的地域性, 局部地区产业集中能够促进行业长久健康的发展。回顾之前水泥行业集中度较低, 企业间恶性竞价盲目扩张, 导致产能严重过剩, 联合重组将推动区域寡头, 提升行业集中度。①冀东金隅主攻华北市场, 2012 年曾发生过激烈的价格战, 随着金隅冀东的重组, 新的冀东水泥在京津冀区域产能占比达近 60%, 冀东的物流网络外加金隅资金充足将会进一步提升企业竞争实力; ②中国建材和海螺水泥作为行业规模第一、二大企业, 产能主要集中在华东地区, 市占率共计约 60%, 而华东地区水泥产量约占全国的 1/3, 若中国建材与海螺水泥强强联手将全面改善华东地区的竞争格局。因此, 随着联合重组的进一步推进, 劣势产能的出清速度逐渐加快, 资源使用效率逐步上升, 有助于行业龙头的市占率进一步提高, 公司盈利能力逐步增强。3) 《意见》目标基本实现, 对标发达国家仍有上升空间。2017 年水泥行业熟料产能 CR10 集中度为 69.3%, 分区域看华东地区 (71.69%) 显著高于平均水平。根据《意见》发展目标“水泥熟料产能排名 CR10 生产集中度达 60% 左右”现已基本完成, 对标发达国家 CR4 市占率达 70% 以上, 我国行业集中度仍有一定的上升空间。

图表 68: 2017 年六大地区 CR10 产能集中度 (东北 CR5)

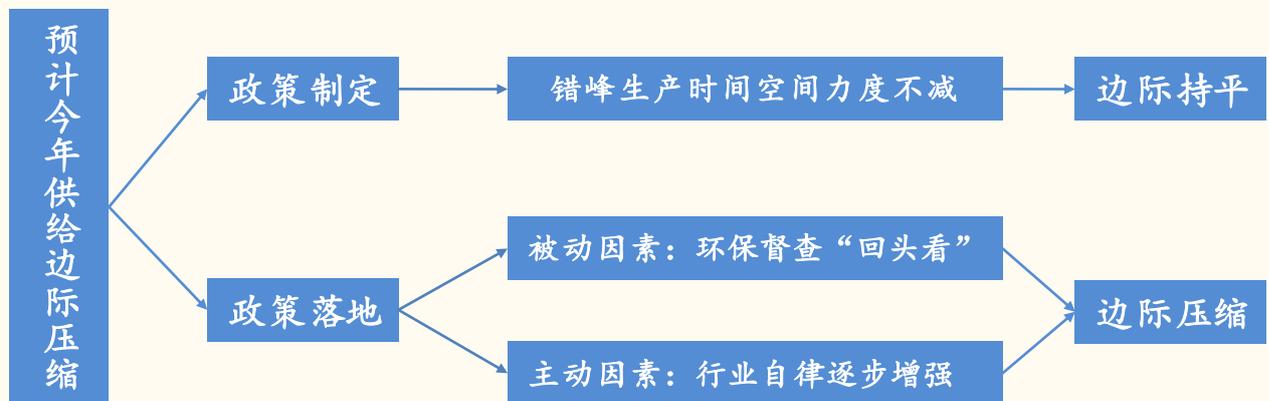


来源: wind, 国金证券研究所

2.5 2018 年错峰力度不减, 环保加码或促供给边际收紧

- 回顾 2017 年, 我国水泥熟料设计总产能 18.2 亿吨, 其中新增设计产能 0.2 亿吨 (1%), 淘汰落后产能 0.3 亿吨 (1.6%), 严禁新增产能、淘汰落后产能对供给端影响有限, 错峰生产是影响供给的最大边际变量。
- 展望 2018 年, 考虑严禁新增、淘汰落后产能对供给端的影响有限, 错峰生产的实施情况依然是影响供给的最大变量, 从错峰政策的制定到执行力度皆不减, 环保加码或促供给边际收紧。

图表 69: 2018 年错峰力度不减, 环保加码或促供给边际收紧



来源: 国金证券研究所

- **错峰政策制定: 错峰时间空间力度不减。** 1) 错峰生产在空间上由北方逐步扩展到了南方, 在时间上也开始从冬季延长到了夏季。2016 年 5 月, 国务院发布《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发〔2016〕34 号), 提出通过推行错峰生产压减过剩产能, 并明确在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。该年 7 月, 山东省带头发布了《关于化解过剩产能提升大气质量实施水泥行业夏季错峰生产的通知》, 夏季错峰生产首次进入人们的视野, 通知指出要将水泥的生产期与臭氧浓度高峰期、夏季用电高峰错开, 以提升大气质量。2) 同时, 34 号文也明确指出: 除采暖地区外的其他地区水泥熟料装置也应错峰生产, 该文鼓励了南方各

地区积极参与错峰生产。2017年，全国除了北方15省，南方也有9省为了贯彻落实环保和去产能的一系列文件开始试行错峰生产。2018年，根据已经发布的通知，各省份的夏季错峰生产在时间和空间上基本与去年持平，部分省份如河南、安徽、东北等地的错峰时间较2017年都有所增加。考虑到甘肃、浙江等省份错峰计划还未颁布，保守估计今年夏季错峰生产力度与去年持平。3) 由于今年采暖季错峰生产政策只有个别省份公布，根据国发办34号文件，假设今年采暖季错峰生产的制定不输去年，因此从政策制定端来看，今年基本与去年持平。

图表 70: 2017 Vs 2018 水泥行业夏季错峰生产计划

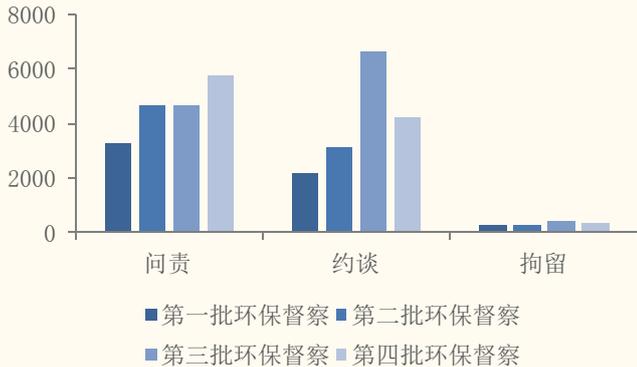
地区	2018年夏季错峰情况	2017年夏季错峰情况
四川	6月-8月错峰停窑，错峰停窑时间不少于30天	酷暑时节6月1日-8月31日不少于30天
内蒙古	从5月16日起执行夏秋季错峰停产，每隔一月停一次，时间为30天，旺季总体停窑时间为80-100天	7月1日至8月31日进行错峰生产停窑安排，并且要求停窑时间须达到40天以上
山西	7月初-8月中旬，各地区停产各20天	6月26日至7月5日，停窑10天； 7月26日至8月4日，停窑10天
河北	5月25日-6月13日企业熟料生产线停产20天	7月1日-7月10日、8月1日-8月10日
河南	6月1日-6月30日、9月1日-9月30日	6月11日-6月30日
安徽	据市场消息，三季度停窑20天	每条熟料线自主安排停窑检修10天
福建	从春节前至8月30日，分两个阶段，共停窑60天	6月12日至7月11日期间每条窑线停窑10天
湖北	3月-10月各市停窑30天	三季度8-9月不少于20天
甘肃	暂未公布停窑安排	部分地区自发停窑11天
广西	暂未公布停窑安排	5-8月，每条熟料生产线停窑10天
贵州	暂未公布停窑安排	三季度每条熟料线停窑20-30天
浙江	暂未公布停窑安排	梅雨、高温季节（6月-8月）统一限产30天
青海	6-8月停窑47天左右	——
山东	6月1日-20日停20天、8月17日-9月5日停20天，青岛另行停窑30天	6月26日-7月15日
江苏	区域各水泥生产企业再6月10日-7月31日停产	6月24日-7月30日停窑20天（包括春节期间45天停窑计划中未完成的10天）
湖南	受环保影响，停产15天（自行安排）	全年不少于100天（冬春、夏季或环境敏感时段）
江西	夏季酷暑不少于10天	6月1日-8月20日前全省平均每条窑线停10天
广东	5月1日-7月31日每条生产线分别停窑10天	6~8月份，夏季错峰停窑10天
重庆	5月15日起停产10天，6月份停产10天	7月1日-9月底45天
陕西	6月1日-8月31日停窑限产30%，具体停产日期各企业自行安排	5月20日-7月20日，实际停窑安排30天
河北	5月25日至6月13日企业熟料生产线停产20天	7月1日-7月10日、8月1日-8月10日
东北地区	6月1日-6月15日错峰停窑，计划7-9月每月停窑15天	7月起，每条生产线每月停窑15天

来源：中国水泥协会，各政府官网，国金证券研究所

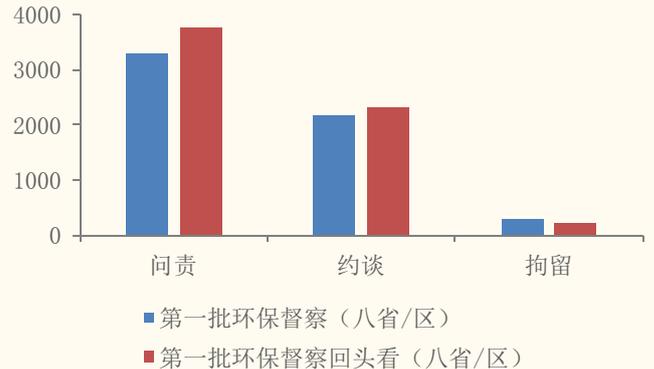
- **错峰政策落地：环保督察回头看力度不减，行业自律达新高。** 1) **被动因素：环保督察回头看力度不减，促错峰生产严格落地。** ①从2016年开始，在河北省开展试点的基础上，中央分4批对各省市党委、政府开展环保督察工作，实现了全覆盖，从问责、约谈、拘留人数来看，2017年的第三批、第四批环保督查更严。2017年在高力度环保督察的背景下，水泥行业错峰生产的计划得到严格执行，重点区域空气质量得到改善。②2018年生态环境部印发《2018-2019年蓝天保卫战重点区域强督察方案》，本次强化督察从2018年6月11日开始，持续到2019年4月28日结束，多伦次、多阶段督查相关企业是否按照要求限产、停产。此次“回头看”强化督察将巩固17年错峰生产的成果并对其查漏补缺，从问责、约谈、拘留人数来看，本次环保督查回头看力度更强。③据环境保护部召开部党组（扩大）会议，2019年即将要继续开展二轮环保督察。因此从外在政策角度来看，18、19年错峰生产落地有保障。2) **主动因素：行业效益逐步增厚，行业自律不断增强，错峰生产逐步转向自主跟随。** 2016年部分地区试行错峰生产，

该年截至 6 月份近百分之七十的企业都是亏损的，整个行业盈亏相抵没有利润，但是到了 16 年底却实现了 518 亿元利润，同比增长 55%，行业的自律协调初见成效；2017 年在正式文件出台后各地区进一步做好错峰生产，行业利润总额 877 亿元，同比增长 94.41%；在行业利润增长显著的背景下，18 年 4 月 2 日中国水泥协会例行组织了全国大型水泥企业领导人圆桌会议（C12+3 峰会）并形成行动纲要，纲要指出：18 年必须更加全面推行错峰生产，强化行业自律，确保 2018 年全行业经济效益持续增长。协会会长乔龙德表示，全行业要保持经济稳定，利润总额比 2017 年增长 20%（达 1052 亿）。

图表 71：环保督查趋严



图表 72：相较于上次环保督查，回头看更为严苛



来源：数字水泥，国金证券研究所

来源：数字水泥，国金证券研究所

- **环保继续加码，或促供给边际收紧。** 1) 2017 年年末，经中央编办批复，环保部华北、华东、华南、西北、西南、东北环境保护督查中心由事业单位转为环保部派出行政机构，正式更名为“督察局”。“督查”侧重于监督企业，督察则强调督政，大大提高了环保执法的权威性。2) 2018 年 5 月 19 日，全国生态环境保护大会在北京召开。习总书记出席会议并发表重要讲话。自 1973 年至今，中国一共召开过 8 届全国环境保护会议，此届会议是历史上规格最高的生态环保会议，集中体现了中央对生态环境保护的高度重视。3) 7 月 11 日，国务院办公厅发布通知称，将“京津冀及周边地区大气污染防治协作小组”升格为“京津冀及周边地区大气污染防治领导小组”。这是协作小组成立五年后的最新调整，相较“协作小组”成员，“领导小组”成员级别更高，国务院副总理亲自担任组长，意味着中央将直接进行统筹、决策并参与协调，减少之前“协作小组”各成员之间平等行政级别以协作为主要方式可能带来的落地问题，这意味着大气污染防治攻坚战将继续走向纵深，中央层面直接推动将使大气污染防治更加有力。

2.6 分区域来看，长江经济带供给收紧或超预期

- **水泥“短腿性”明显。** 根据中国水泥协会测算，普通水泥罐装车运输的经济半径约为 150-200 公里，通过铁路运输的合理运输半径约为 300-500 公里，水路运输的合理运输半径在 600 公里以上。由于运输成本的限制，水泥区域特性显著。
- **考虑错峰生产、环保督查回头看区域性变动，预计 2018 年西南、东北供给略有放松，华东、中南、华北、西北供给边际收缩，考虑总书记再一次考察调研长江经济带发展时多次强调环保工作，预计长江经济带（华东、中南）供给边际压缩或超预期。**

图表 73：各地错峰+环保对比

	华东	中南	西南	华北	东北	西北
	上海	河南	重庆	北京市	辽宁	西藏
错峰		1	-1			
环保	1	1	1	1	-1	-1
	江苏	湖北	四川	天津市	吉林	陕西

	华东	中南	西南	华北	东北	西北
错峰	1	1				2
环保	1	1	-1	-1	-1	1
	浙江	湖南	贵州	河北	黑龙江	甘肃
错峰	-1	-1	-1			-1
环保	-1	-1	-1	1	1	1
	安徽	广西	云南	山西		青海
错峰		-1				2
环保	-1	1	1	-1		-1
	江西	广东		内蒙古		宁夏
错峰				1		
环保	1	1		1		1
	福建	海南				新疆
错峰	1					
环保	-1	-1				-1
	山东					
错峰	1					
环保						

来源：各地方官网，中国水泥协会，国金证券研究所

备注：夏季错峰生产力度变弱为-1分，变强为1分，陕西、青海错峰生产力度明显增强为2。假设第二批环保督查回头看区域与第二批环保督查一致，于2018年实施，则无回头看地区为-1分，有回头看地区为1分。

- 错峰生产：华东、西北地区供给端边际压缩明显。**2016年工信部和环保部规定北京、天津、河北等北方15省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。2017年，南方9省加入错峰大潮中。截至今年6月，已有19个省份地区推出夏季高温错峰生产计划，甘肃、广西、贵州、浙江等未推出错峰计划省份默认不参与此次错峰。华北地区内蒙古错峰力度较强，其他省份基本持平；东北地区无边际压缩；华东地区江苏省、山东省、安徽省错峰天数均有延长，浙江省减弱，总体供给相对紧缩；中南地区河南省、湖北省天数有所延长，湖南、广西有所减弱，供给基本持平。西南地区重庆错峰天数降幅较大，供给边际放缓。西北地区陕西省、青海省错峰天数增加较多，尽管甘肃省天数减少整体供给压缩明显。

图表 74: 采暖季各省份错峰对比



图表 75: 夏季高温错峰天数对比



来源: 中国水泥协会, 国金证券研究所

来源: 中国水泥协会, 国金证券研究所

注: 甘肃、广西、贵州、浙江暂未公布夏季高温错峰生产计划

- **环保力度再加码, 关注长江经济带(华东、中南)边际压缩或超预期。** 1) 第一批环保督查“回头看”已7月7日全部完成河北、黑龙江等10省的督察进驻工作, 相较2016年7月至8月的第一批环保督查, “回头看”范围在8省的基础上新增河北和广东省, 范围有所扩大; 今年下半年中央环保督察组将组织开展第二批“回头看”, 参照2016年11-12月份第二批环保督查涉及省份预计北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃将成为下一轮督查重点城市, 预计在2018年完成。2) **总书记长江调研行—共抓大保护, 不搞大开发, 长江经济带供给压缩有望超预期。** 2018年5月总书记在武汉召开深入推动长江经济带发展座谈会。这是继2016年在重庆召开推动长江经济带发展座谈会后, 习近平再一次考察调研长江经济带发展, 并召开专门座谈会。两年多时间, 两次调研座谈, 环保成为核心主题, 地方政府积极响应, 预计长江经济带如湖北、湖南、江西、江苏、安徽、浙江等地水泥企业供给或因环保趋严再次压缩。

图表 76: 环保督查时间及督查省份

时间	批次	省份
2016年7月-8月	第一批中央环境保护督察	内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏
2016年11月-12月	第二批中央环境保护督察	北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃
2017年7月	第三批中央环境保护督察	天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州
2017年8月	第四批中央环境保护督察	四川、吉林、浙江、山东、海南、西藏、青海、新疆

2018年7月

第一批中央环境保护督察“回头看”

内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏、
河北、广东

来源：环保部，国金证券研究所

3、价：预计全年水泥价格同增 18%-26%

- 价格所受影响诸多，定量测算偏差难免，我们尝试利用对价格的研究框架，对标历史年度的价格变化，为下半年价格区间提供参考，于纷乱繁杂中寻得概率上的确定性。预计水泥价格全年增速在 18%-26%之间，水泥价格有望再创新高。
- 悲观情景：对标 2011 年水泥价格向下有底。1) 需求端：环比变化来看 H2 变化相差无几。①2011 年新开工面积增速/基建投资完成额增速为 16.2%/6.5%，从上下半年来看，2011 年 H2 新开工/基建投资额较 2011 年 H1 变化-0.76 亿平/+1.3 万亿元；②2018 年保守预计新开工面积增速/基建投资完成额增速为 5%/5%，2018 年 H2 新开工/基建投资额较 2018 年 H1 变化-0.4 亿平/+1.1 万亿元。2) 供给端：环比变化来看 2018 年 H2 供给更严。①为完成节能减排目标，2010 年 9 月-2011 年上半年，江苏、浙江等地拉闸限电，供给侧压缩而需求进入行业旺季，水泥价格上涨迅速，但大规模拉闸限电于下半年已经禁止；同时 2011 年新增熟料为 2.02 亿吨，占全年总产能的 14.4%；②预计 2018 年错峰生产的政策力度不减，环保加码供给或收缩，同时在严禁新增产能的政策限制下，产量置换带来新增产能基本趋近于零。3) 我们对标 2011 年下半年的价格环比变化，预测 2018 年 H2 水泥价格均价为 407 元/吨，同增 13%；全年水泥价格 413 元/吨，同增 18%。

图表 77：2011 年水泥价格环比增速



图表 78：悲观条件下 2018H2 同增 12%

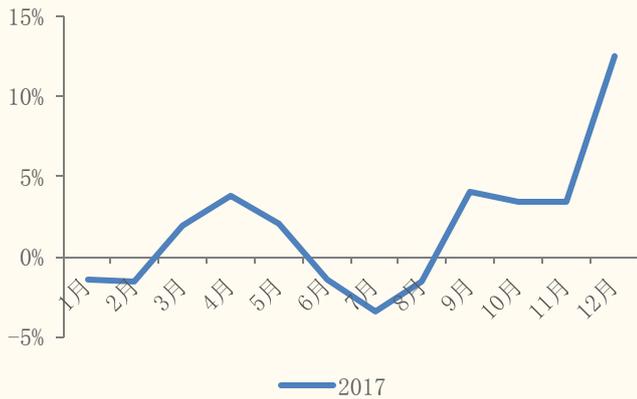


来源：数字水泥，国金证券研究所

来源：数字水泥，国金证券研究所

- 乐观情景：对标 2017 年水泥价格向上有限。1) 需求端：环比变化来看 2018 年 H2 需求恐更弱。①2017 年新开工面积增速/基建投资完成额增速为 7%/15%，从上下半年来看，2017 年 H2 新开工/基建投资额较 H1 变化 +0.72 亿平/+2.4 万亿元；②2018 年保守预计新开工面积增速/基建投资完成额增速为 5%/5%，2018 年 H2 新开工/基建投资额较 2018 年 H1 变化-0.4 亿平/+1.1 万亿元。2) 供给端：环比变化来看 2017 年 H2 供给环比来看恐更严。2017 年冬季错峰生产超预期，2018 年进一步收缩相对有限。3) 我们对标 2017 年下半年的价格环比变化，预测 2018 年 H2 水泥价格均价为 464 元/吨，同增 29%；全年水泥价格 441 元/吨，同增 26%。

图表 79: 2017 年价格环比增速



图表 80: 乐观条件下 2018H2 同增 29%



来源: 数字水泥, 国金证券研究所

来源: 数字水泥, 国金证券研究所

三、高增长水泥龙头, 低估值周期白马

1、盈利预测

1.1 关键性假设

- **量端: 1) 产能:** 根据公司公告, 预计 2018 年新增水泥/熟料产能为 1480/360 万吨, 至 2020 年新增水泥产能 1 亿吨, 预计 2018/2019/2020 年公司水泥产能为 3.50/3.66/3.83 亿吨, 熟料产能为 2.50/2.53/2.58 亿吨。**2) 产能利用率:** 假设 2018-2020 年水泥产能利用率维持在 82%, 水泥熟料产能利用率 96%/96.5%/97%。**3) 产销率:** 假设水泥产销率为 100%, 水泥熟料产销率 95%/97%/99%。
- **拆分 32.5 级、42.5 级水泥:** 1) 根据《通用硅酸盐水泥》标准, 复合水泥熟料和石膏占比 50%-80%之间, 普通水泥熟料和石膏占比 80%-95%之间, 石膏作为一种添加材料占比约 5%, 假设公司 P.C.32.5R 级水泥熟料占比 63%, P.O.42.5 级水泥熟料占比 82%。2) 根据公司 32.5 级和 42.5 级水泥的营收及市场价格得到两者销量的比例。而公司 32.5 级水泥占比逐年下滑, 假设 2018/2019/2020 销量为 0.85/0.80/0.75 亿吨, 则 42.5 级水泥销量为 2.02/2.20/2.39 亿吨。3) 根据水泥销量及所用熟料比例得自用熟料销量。

图表 81: 预测 2018/2019/2020 年水泥销量为 2.87/3.00/3.14 亿吨

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产能	2.31	2.64	2.9	3.13	3.35	3.50	3.66	3.83
产量	1.89	2.19	2.24	2.38	2.63	2.87	3.00	3.14
产能利用率	81.82%	82.95%	77.24%	76.04%	78.56%	82.00%	82.00%	82.00%
42.5 级	1.21	1.35	1.34	1.44	1.73	2.02	2.20	2.39
32.5 级	0.72	0.86	0.93	0.94	0.90	0.85	0.80	0.75
总销量	1.92	2.21	2.27	2.38	2.63	2.87	3.00	3.14
产销率	101.85%	101.13%	101.31%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 82: 预测 2018/2019/2020 年熟料外销为 0.09/0.06/0.05 亿吨

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产能	1.95	2.12	2.29	2.44	2.46	2.496	2.53	2.58
产量	1.83	1.97	2.07	2.25	2.31	2.40	2.44	2.51
产能利用率	93.85%	92.92%	90.39%	92.39%	94.00%	96.00%	96.50%	97.00%

销量(自用)	1.44	1.65	1.69	1.77	1.99	2.19	2.31	2.43
销量(出售)	0.36	0.28	0.29	0.39	0.32	0.09	0.06	0.05
总销量	1.80	1.93	1.98	2.16	2.31	2.28	2.37	2.48
产销率	92.16%	90.94%	86.27%	88.63%	93.72%	95.00%	97.00%	99.00%

来源:公司公告,国金证券研究所

- **价格端:** 1) **水泥:** 我们预测 2018 年全年价格增速在 18%-26%, 我们取 22% 作为 2018 年水泥价格增速, 保守假设 2019/2020 年价格维持稳定。2) **熟料:** 在严禁新增背景下, 熟料逐步转为存量博弈阶段, 2017 年底华东地区水泥价格与熟料价格发生倒挂, 预计熟料价格延续 2017 年高增长, 保持 20%/15%/10% 增速上涨。

1.2 盈利预测

- **预计 2018/2019/2020 年公司营收达 930/980/1032 亿元。** 1) 根据量端和价格端拆分, 预测 32.5 级水泥 2018/2019/2020 年营收为 238/224/210 亿元; 42.5 级水泥 2018/2019/2020 年营收为 640/699/758 亿元; 熟料营收为 24/19/17 亿元。骨料及石子业务营收根据公司 2018-2020 年产能计划给予 50%/65%/40% 增速。2) 成本端: 煤炭价格在 16H2 快速攀升 (400 元/吨至 610 元/吨) 后维持高位震荡, 截至目前煤炭去产能规划基本达到目标, 类似 2011-2015 年价格大幅下滑情况出现几率较小, 同时今年 5 月政府相关部门要求神华、中煤等大型煤企把 5500 大卡的月度长协价格降到绿色区间 570 元/吨以内, 预计 32.5 级/42.5 级水泥/熟料单位成本为 150/180/170 元/吨。2) 考虑错峰生产及环保限影响产, 价格处于历史高位, 而煤炭价格基本维持稳定, 毛利率有望创历史新高, 预计 2018/2019/2020 年公司毛利率为 43.5%/43.8%/43.9%。

图表 83: 预测 2018/2019/2020 年公司总营收为 930/980/1032 亿元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
32.5 级水泥								
收入	157.91	187.31	165.08	172.71	206.02	237.55	223.58	209.60
成本	98.81	118.22	113.51	108.17	127.96	127.50	120.00	112.50
毛利	59.11	69.09	51.57	64.55	78.06	110.05	103.58	97.10
毛利率	37.43	36.89	31.24	37.37	37.89	46.33	46.33	46.33
单位售价	219.89	217.66	178.39	183.31	229.08	279.47	279.47	279.47
单位成本	137.58	137.37	122.66	114.80	142.28	150.00	150.00	150.00
单位毛利	82.31	80.28	55.73	68.51	86.80	129.47	129.47	129.47
42.5 级水泥								
收入	305.87	338.08	277.72	304.20	450.23	639.96	698.98	757.99
成本	205.73	224.91	202.35	206.52	292.65	363.30	396.81	430.31
毛利	100.14	113.17	75.37	97.69	157.57	276.66	302.17	327.68
毛利率	32.74	33.48	27.14	32.11	35.00	43.23	43.23	43.23
单位售价	253.46	249.65	206.63	211.55	259.89	317.07	317.07	317.07
单位成本	170.48	166.08	150.55	143.61	168.94	180.00	180.00	180.00
单位毛利	82.98	83.57	56.08	67.94	90.96	137.07	137.07	137.07
熟料业务								
收入	77.99	63.17	51.90	67.76	72.67	23.51	18.83	16.89
成本	56.15	42.58	40.36	51.57	50.85	14.59	10.16	8.28
毛利	21.84	20.59	11.54	16.19	21.83	8.92	8.67	8.60
毛利率	28.01	32.60	22.24	23.90	30.03	37.95	46.04	50.95

单位售价	219.64	229.55	178.62	173.81	228.31	273.98	315.07	346.58
单位成本	158.13	154.73	138.90	132.28	159.76	170.00	170.00	170.00
单位毛利	61.51	74.82	39.72	41.53	68.59	103.98	145.07	176.58
骨料及石子								
收入	0.23	1.08	2.58	3.63	6.99	10.50	17.34	24.19
成本	0.16	0.53	1.40	1.95	2.52	3.67	6.07	8.47
毛利	0.07	0.55	1.19	1.67	4.47	6.82	11.27	15.72
毛利率	29.98	51.16	45.95	46.12	63.98	65.00	65.00	65.00
其他业务								
收入	10.61	17.94	12.47	11.01	17.18	18.90	20.79	22.87
成本	9.34	16.41	11.26	9.49	14.89	16.25	17.88	19.67
毛利	1.27	1.53	1.21	1.52	2.30	2.65	2.91	3.20
毛利率	12.01	8.52	9.74	13.81	13.37	14.00	14.00	14.00
销售总收入	552.62	607.59	509.76	559.32	753.10	930.42	979.51	1031.54
销售总成本	370.18	402.64	368.88	377.70	488.88	525.32	550.91	579.22
毛利	182.44	204.94	140.88	181.62	264.23	405.10	428.60	452.31
毛利率	33.01	33.73	27.64	32.47	35.09	43.54	43.76	43.85

来源：公司公告，国金证券研究所

- 预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润达 237/253/269 亿元。考虑公司卓越的成本管控力，销售费用率、管理费用率均呈逐年下降趋势。且公司在手现金充裕，长短期借款较少，资产负债率较低，预计财务费用将由负转正，2018/2019/2020 归母净利润达 237/253/269 亿元。

图表 84：预计公司 2018/2019/2020 年归母净利润达 237/253/269 亿元

单位：亿元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
收入	50,976	55,932	75,311	93,042	97,951	103,154	
毛利润	14,088	18,162	26,423	40,510	42,860	45,231	
毛利率 (%)	27.6%	32.5%	35.1%	43.5%	43.8%	43.8%	
营业税金及附加	-425	-672	-947	-1,210	-1,322	-1,444	
营业税金及附加率 (%)	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	参考历史水平
销售费用	-3,105	-3,276	-3,572	-3,805	-3,928	-4,013	
销售费率 (%)	6.1%	5.9%	4.7%	4.1%	4.0%	3.9%	参考历史水平
管理费用	-3,178	-3,144	-3,460	-3,722	-3,840	-3,930	
管理费率 (%)	6.2%	5.6%	4.6%	4.0%	3.9%	3.8%	参考历史水平
财务费用	-570	-337	-216	-130	100	336	
财务费率 (%)	1.1%	0.6%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%	长短期借款减少，公司偿债能力不断提升
资产减值损失	0	-378	0	0	0	0	2016 年收购宝鸡众喜凤凰山水泥有限公司并终止了几条小生产线的运转
投资收益	1,881	399	2,027	200	200	200	2017 年投资收益主要来自公司炒股获利
营业外收支	1,373	893	403	0	0	0	参考历史水平
所得税	-2,411	-2,703	-4,800	-7,388	-7,904	-8,440	
所得税率 (%)	24.0%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	参考历史水平
归母净利润	7,516	8,530	15,287	23,656	25,266	26,940	

来源：公司公告，国金证券研究所

2、估值：目标市值 2698 亿元，空间 39%

- 根据现金流折现法、PE 估值法，我们给予公司目标市值 2698 亿元（空间 39%），对应股价 50.9 元，对应 2018/2019 年 PE 估值为 10.7/10 倍。

2.1 自由现金流折现法

- **公司未来自由现金流有望维持高位。**自 2011 年以来，公司自由现金流维持正值，2017 年自由现金流达 110 亿元，从构成来看，2014 年以来资本支出持续减少，2015 年以来折旧摊销维持不变，利润持续上升。2015 年自由现金流大幅下滑主要系利润大幅下滑所致，我们认为在水泥价格维持高位、行业严禁新增产能的状况下，公司利润将稳步增长，公司未来自由现金流有望逐年递增。

图表 85：公司自由现金流自 2011 年转正



图表 86：公司未来自由现金流有望维持高位



来源：数字水泥，国金证券研究所

来源：数字水泥，国金证券研究所

- **根据自由现金流折现模型，给予目标估值 2648 亿元。**1) 根据 CAPM 模型，公司预期回报率为 4.15%。市场收益率（沪深指数收益率 10 年年平均收益率）为 3.64%，无风险收益率（一年期定期存款利率）为 1.5%，公司 100 周相对上证 beta 为 1.24。2) 我们保守假设公司未来自由现金流维持在 110 亿元，根据自由现金流折现模型，公司估值达 2648 亿元。

2.2 PE 估值法

- 纵向来看，公司上市以来平均 PE 估值 21.45，过去五年平均 PE 估值为 11.09，我们预计公司 2018 年归母净利达 237 亿元，给予 11.09 倍估值，对应估值达 2623 亿元。

图表 87：公司过去五年 PE (TTM) 平均值为 11.09

海螺水泥[600585.SH] - 估值分析



来源：wind，国金证券研究所

- 横向来看，SW 水泥制造平均 PE (TTM) 为 11.55 倍，我们预计公司 2018 年归母净利达 237 亿元，给予 11.55 倍估值，对应估值达 2732 亿元。
- 横向来看，公司可比公司平均估值为 11.79 亿元，我们预计公司 2018 年归母净利达 237 亿元，给予 11.79 倍估值，对应估值达 2789 亿元。

图表 88：可比公司 2018 年 PE 估值为 11.79 亿元

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E
600801.SH	华新水泥	288	36.70	40.53	7.9	7.1
000401.SZ	冀东水泥	148	9.07	10.36	16.3	14.2
002233.SZ	塔牌集团	142	13.67	15.05	10.4	9.4
000877.SZ	天山股份	92	7.23	9.57	12.7	9.6
				平均	11.79	
600585.SH	海螺水泥	1,948	236.56	252.66	11.79	11.04

来源：wind，国金证券研究所

- 3.安全边际
- 3.1A/H 股溢价率视角：全 A 股最低
- 公司 A/H 股溢价率为 0.9，为全 A 股最低。

图表 89：公司 A/H 股溢价率为 0.9

海螺水泥[600585.SH] - AH比较



来源：wind，国金证券研究所

- 3.2 未分配利润视角：2025 年末分配利润超目前市值
- 2017 年公司未分配利润达 706 亿元，我们预计公司 2018-2020 年净利达 245/262/279 亿元，公司 2017 年分红比例达 40%，我们预计 2018-2020 年分红比例维持 40%的水平，则 2018-2020 年分红达 94/101/108 亿元，我们保守假设公司 2020-2025 年净利润、分红维持不变，则公司 2025 年末分配利润达 2090 亿元，超公司目前市值。

图表 90：我们预计公司 2025 年末分配利润超目前市值

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
净利润	76.28	89.51	164.29	244.56	261.66	279.40	279.40	279.40	279.40	279.40	279.40
分红	22.79	26.50	63.59	94.62	101.06	107.76	107.76	107.76	107.76	107.76	107.76
未分配利润	511.34	573.85	705.90	886.87	1053.90	1232.24	1403.88	1575.52	1747.17	1918.81	2090.45

来源：wind，国金证券研究所

四、风险提示

- **宏观经济下行风险：**水泥需求主要来自基建和地产，中美贸易战背景下宏观经济不确定性较大，如果基建、地产投资下滑超预期或地产调控过严，水泥需求出现断崖式下滑，行业将面临巨大挑战。
- **错峰生产环保督查不及预期风险：**当前水泥价格攀升的主要逻辑来自供给压缩，如果错峰生产执行力度减弱或环保督查力度不及预期，各地频现私自动工，扰乱行业秩序将使得供给过多释放，需求稳定情况下，价格大幅回落。
- **产能置换超预期风险：**在严禁新增的背景下，产能置换成为新增熟料产能的唯一手段。如若管控力度有所放松，产能置换获批难度降低，新增产能重塑各地供给格局，供给压缩逻辑将被改写，区域形势或现差异。
- **原材料价格大幅上涨：**煤炭和电力成本占水泥总生产成本的 60%左右，若煤炭价格由于政策变动或市场供求关系等因素影响出现较大幅度上涨，若由此造成的成本上涨无法完全传导至产品价格，则会对盈利产生负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	50,976	55,932	75,311	93,042	97,951	103,154	货币资金	14,471	15,586	24,760	37,000	51,995	68,046
增长率	9.7%	34.6%	23.5%	5.3%	5.3%		应收账款	5,680	7,905	15,119	19,679	22,811	26,198
主营业务成本	-36,888	-37,770	-48,888	-52,532	-55,091	-57,922	存货	4,238	4,549	4,705	4,965	5,283	5,554
%销售收入	72.4%	67.5%	64.9%	56.5%	56.2%	56.2%	其他流动资产	1,817	1,355	1,369	1,395	1,494	1,603
毛利	14,088	18,162	26,423	40,510	42,860	45,231	流动资产	26,206	29,394	45,953	63,040	81,582	101,401
%销售收入	27.6%	32.5%	35.1%	43.5%	43.8%	43.8%	%总资产	24.8%	26.8%	37.6%	44.5%	50.1%	54.8%
营业税金及附加	-425	-672	-947	-1,210	-1,322	-1,444	长期投资	6,265	6,279	3,289	3,289	3,289	3,289
%销售收入	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	固定资产	64,327	64,850	63,361	65,832	67,874	69,740
营业费用	-3,105	-3,276	-3,572	-3,805	-3,928	-4,013	%总资产	60.8%	59.2%	51.9%	46.4%	41.7%	37.7%
%销售收入	6.1%	5.9%	4.7%	4.1%	4.0%	3.9%	无形资产	7,624	7,991	8,470	8,543	9,101	9,649
管理费用	-3,178	-3,144	-3,460	-3,722	-3,840	-3,930	非流动资产	79,575	80,120	76,190	78,713	81,313	83,728
%销售收入	6.2%	5.6%	4.6%	4.0%	3.9%	3.8%	%总资产	75.2%	73.2%	62.4%	55.5%	49.9%	45.2%
息税前利润 (EBIT)	7,380	11,069	18,444	31,773	33,770	35,844	资产总计	105,781	109,514	122,143	141,753	162,896	185,129
%销售收入	14.5%	19.8%	24.5%	34.1%	34.5%	34.7%	短期借款	8,445	4,538	5,620	4,110	4,000	3,000
财务费用	-570	-337	-216	-130	100	336	应付款项	9,895	10,042	10,572	11,678	12,250	12,870
%销售收入	1.1%	0.6%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.3%	其他流动负债	2,062	2,469	4,922	6,626	7,499	8,531
资产减值损失	0	-378	0	0	0	0	流动负债	20,402	17,049	21,114	22,413	23,749	24,402
公允价值变动收益	-25	6	2	0	0	0	长期贷款	2,246	5,447	4,860	4,860	4,860	4,860
投资收益	1,881	399	2,027	200	200	200	其他长期负债	9,221	6,719	4,204	4,198	4,198	4,198
%税前利润	18.7%	3.4%	9.8%	0.6%	0.6%	0.5%	负债	31,870	29,215	30,178	31,472	32,808	33,460
营业利润	8,667	10,760	20,258	31,844	34,070	36,381	普通股股东权益	70,492	76,609	89,406	106,923	125,830	146,411
营业利润率	17.0%	19.2%	26.9%	34.2%	34.8%	35.3%	少数股东权益	3,420	3,690	2,558	3,358	4,258	5,258
营业外收支	1,373	893	403	0	0	0	负债股东权益合计	105,781	109,514	122,143	141,753	162,896	185,129
税前利润	10,039	11,653	20,661	31,844	34,070	36,381							
利润率	19.7%	20.8%	27.4%	34.2%	34.8%	35.3%	比率分析						
所得税	-2,411	-2,703	-4,800	-7,388	-7,904	-8,440		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	24.0%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	23.2%	每股指标						
净利润	7,628	8,951	15,861	24,456	26,166	27,940	每股收益	1.418	1.610	2.885	4.464	4.768	5.084
少数股东损益	112	421	574	800	900	1,000	每股净资产	13.302	14.456	16.871	20.177	23.745	27.628
归属于母公司的净利润	7,516	8,530	15,287	23,656	25,266	26,940	每股经营现金净流	1.870	2.490	3.277	5.202	5.610	6.034
净利率	14.7%	15.3%	20.3%	25.4%	25.8%	26.1%	每股股利	0.430	0.500	1.200	1.200	1.200	1.200
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.66%	11.13%	17.10%	22.12%	20.08%	18.40%
净利润	7,628	8,951	16,429	24,456	26,166	27,940	总资产收益率	7.11%	7.79%	12.52%	16.69%	15.51%	14.55%
少数股东损益	112	421	574	800	900	1,000	投入资本收益率	5.99%	8.79%	13.32%	19.83%	18.17%	16.85%
非现金支出	4,459	5,131	4,833	4,833	5,300	5,785	增长率						
非经营收益	-1,508	-177	-2,045	255	367	364	主营业务收入增长率	-16.10%	9.72%	34.65%	23.54%	5.28%	5.31%
营运资金变动	-671	-707	-1,854	-1,979	-2,102	-2,115	EBIT增长率	-49.23%	49.99%	66.62%	72.27%	6.28%	6.14%
经营活动现金净流	9,908	13,197	17,364	27,565	29,731	31,974	净利润增长率	-31.63%	13.48%	79.22%	54.74%	6.81%	6.63%
资本开支	-5,028	-4,822	-3,552	-7,285	-7,900	-8,200	总资产增长率	3.45%	3.53%	11.53%	16.06%	14.92%	13.65%
投资	-8,228	-283	-2,293	0	0	0	资产管理能力						
其他	536	553	642	200	200	200	应收账款周转天数	2.7	3.5	4.2	4.8	5.3	5.7
投资活动现金净流	-12,719	-4,552	-5,203	-7,085	-7,700	-8,000	存货周转天数	42.6	42.5	34.5	34.5	35.0	35.0
股权募资	369	65	175	0	0	0	应付账款周转天数	39.2	40.0	35.0	38.0	38.0	38.0
债权募资	-770	-3,538	-2,124	-1,450	-110	-1,000	固定资产周转天数	441.8	406.4	289.2	239.2	231.1	222.5
其他	-4,979	-3,657	-3,775	-6,790	-6,926	-6,923	偿债能力						
筹资活动现金净流	-5,381	-7,130	-5,724	-8,240	-7,036	-7,923	净负债/股东权益	6.38%	0.49%	-11.73%	-22.25%	-30.47%	-37.38%
现金净流量	-8,192	1,515	6,437	12,240	14,995	16,051	EBIT利息保障倍数	13.0	32.9	85.5	244.9	-337.0	-106.7
							资产负债率	30.13%	26.68%	24.71%	22.20%	20.14%	18.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-05-17	买入	20.68	25.00~26.40
2	2017-08-22	买入	23.59	27.00~28.00
3	2017-10-30	买入	26.00	28.80~30.20
4	2018-01-07	买入	32.65	41.60

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH