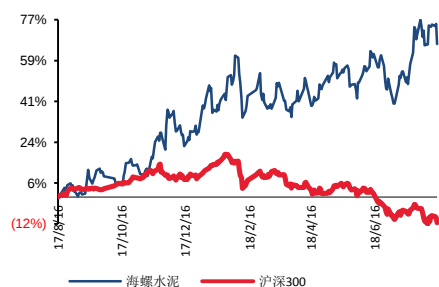


材料 材料 II

重估海螺水泥：凡有的，还要加给他，叫他有余

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	5,299/5,299
总市值/流通(百万元)	194,855/194,855
12 个月最高/最低(元)	39.09/22.90

相关研究报告:

证券分析师: 周雨

电话: 010-88321580

E-MAIL: zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210090002

联系人: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

报告摘要

存量资产价值重估，公司在手矿山市场价值 400 亿元以上。海螺水泥及集团已由单一的水泥生产商发展成集矿山开采、码头运营、水泥熟料、骨料及混凝土为一体的全产业链建材集团，随着环保趋严，矿山资源稀缺性愈发凸显，我们保守测算出公司在手矿山资源价值突破 400 亿元，远高于 17 年末无形资产中矿山开采权账面价值 30.5 亿元。同时，依托矿山资源快速发展骨料业务，毛利率高达 60% 以上，成为公司新的业绩增长点。

沿长江区位和 T 型战略不可复制，理应获得价值重估。T 型战略布局使得公司生产成本低于同行 10-15 元/吨。过去十年海螺 ROE 水平持续稳定在 10% 以上，且远远领先行业平均水平，我们认为 T 型战略起源地沿长江市场区位不可复制，未来海螺的行业控制力将进一步提升，凸显的资源独占属性，市场理应给与估值溢价。

市场化的供给侧调整，华东景气度确定性高。2016 年下半年公司积极主导与同业的区域合作，战略的转变使得市场控制力增强；我们认为环保限产和行业自律性错峰生产造成供给收缩，华东供需紧张平衡打破，价格弹性被市场低估，华东区域确定性最高，海螺水泥最受益；

布局海外，估值有望迎来修复。参考拉法基的全球化进程，我们认为，拉法基估值高于海螺主要源自于其全球化布局，目前海螺水泥的资产质量及盈利水平优于拉法基，国际化进程将降低局部区域波动带来的风险，业绩稳定性将提升。随着海螺国际化进程不断推进，其国内外产能占比更加均衡，海螺优秀的管理水平使其业绩兼具稳定与成长，估值有望迎来修复。

投资建议: 预计 18-20 年公司归母净利润分别为 280、308 和 331 亿元，EPS 分别为 5.3、5.8 和 6.2 元，同比增长 76.6%、10% 和 7.4%，对应当前 PE 估值分别为 7.0、6.3 和 5.9 倍，我们认为从股息率角度出发，合理市值应在 2600 亿左右，当前位置有 30% 空间，给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	75311	100630	106750	111350
(+/-%)	34.65	33.62	6.08	4.31
净利润(百万元)	15855	28002	30802	33083
(+/-%)	85.87	76.62	10.00	7.40
摊薄每股收益(元)	2.99	5.28	5.81	6.24
市盈率(PE)	9.81	6.96	6.33	5.89

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

投资故事.....	4
盈利预测与投资建议.....	5
海螺水泥的价值重估.....	7
站在金矿上的公司，价值重估之矿山资源	8
无可复制的区位优势，价值重估之水泥资产	10
转变经营策略，海螺引领作用凸显	12
加强区域合作，市场话语权提升	12
挤压粉磨站生存空间，熟料资源化趋势显现	14
行业供与需的改变	17
供给侧改革进一步深化，为供需格局改善的主要推动力	17
需求悲观预期修复	20
布局海外，对标国际龙头看估值修复	23
他山之石-拉法基的国际化进程	24
风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司水泥熟料盈利预测.....	5
图表 2：公司经营性现金净流量.....	6
图表 3：公司资产负债率情况.....	6
图表 4：近三年公司利润分配方案.....	6
图表 5：海螺水泥的 PE-BAND	7
图表 6：海螺水泥利润占全行业利润比例	7
图表 7：海螺水泥产业链延伸	7
图表 8：海螺水泥矿山价值测算.....	8
图表 9：2013-2017 年海螺水泥矿山资源账面价值.....	9
图表 10：2008-2017 公司产品毛利率.....	10
图表 11：公司骨料产能情况.....	10
图表 12：2017-2018 年部分城市骨料价格.....	10
图表 13：海螺水泥“T 型”布局与传统水泥模式对比	11
图表 14：海螺水泥与竞争对手的吨成本对比	11
图表 15：2009-2017 年公司水泥市占率.....	11
图表 16：海螺水泥与同业对手的成本对比	11
图表 17：海螺水泥与同行业 ROE 水平对比.....	12
图表 18：海螺水泥与中国建材、华润水泥达成战略合作协议.....	12
图表 19：华东、中南及西南地区水泥企业集中度	13
图表 20：我国水泥行业组成结构.....	15
图表 21：前十家水泥企业熟料产能集中度	15
图表 22：前十家水泥企业粉磨站集中度	15
图表 23：前十大水泥企业粉磨站数量	15

图表 24: 主要水泥企业熟料外销比例	16
图表 25: 供给侧改革相关政策	17
图表 26: 《水泥行业去产能行动计划 (2018~2020) 》的通知	17
图表 27: 2009-2017 年全国熟料产能及增速	18
图表 28: 2017-2018 年各地区错峰生产安排	19
图表 29: 2017 年及 2018 年上半年全国各区域水泥累计产量及增速	20
图表 30: 全国房地产投资额及增速	21
图表 31: 全国房地产新开工面积及增速	21
图表 32: 商品房待售面积及增速	21
图表 33: 2018H1 我国基建投资增速中枢大幅降低	22
图表 34: 华东地区主要城市 42.5 标号水泥价格	23
图表 35: 华南地区主要城市 42.5 标号水泥价格	23
图表 36: 国内企业海外水泥熟料在产产能 (2017 年 12 月 31 日)	24
图表 37: 国内企业海外水泥熟料在建产能 (2017 年 12 月 31 日)	24
图表 38: 拉法基的发展历程	25
图表 39: 拉法基 PE/PB BAND	25
图表 40: 2014-2017 年拉豪与海螺水泥 ROE 对比	25

投资故事

1、全产业链布局的海螺价值被市场低估。经过多年发展，海螺水泥由单一的水泥生产商发展成集矿山资源、水泥熟料、骨料及混凝土为一体的全产业链建材集团。在当前严格的环保治理大背景下，行业利润有逐渐向头部企业集中的趋势，海螺占全行业利润比重由 2011 年的 11.6% 提升至 2018 年 Q1 的 25.1%，其背后实质是全产业链水泥公司的综合竞争力，我们认为全产业链的海螺水泥已逐步迎来存量资产和区位价值的重估，这一趋势目前被市场低估；

2、价值重估之矿山资源：在手矿山开采价值或突破 400 亿元，矿山价值中枢大幅提升。以现金流折现法，对海螺水泥现有约 130 亿吨矿山资源价值重估。按照销售价格 31.38 元/吨计算，我们测算，海螺水泥 130 亿吨矿山资源价值约 400 亿元；若销售价格达到 40 元，则矿山资源总价值约 800 亿元，远高于 17 年末无形资产中矿山开采权账面价值 30.5 亿元。我们认为，随着环保趋严，矿山资源稀缺性愈发凸显，矿山资源的整体价值中枢提升；

3、价值重估之水泥资产：得天独厚的“T”型战略布局，无法复制的区位优势。从盈利能力 ROE 来看，过去十年，海螺 ROE 水平持续稳定在 10% 以上，远远领先行业平均水平；我们认为，过去 10 年海螺一直在坚决执行去杠杆，ROE 保持高位的原因在于综合成本费用的持续降低，背后实质是 T 型战略的渐入佳境竞争力增强；未来海螺的行业控制力将进一步提升，我们认为 T 型战略起源地沿长江市场区位不可复制，未来海螺的行业控制力将进一步提升，凸显的资源的独占属性，我们相信市场逐渐会给与估值溢价。

4、市场化的供给侧调整，华东景气度确定性高。从 2015 年行业提出供给侧改革之后，整体行业供需格局逐步改善，其中与海螺水泥转变经营策略密不可分，2016 年以后，公司积极参与行业自律，加强与同业的区域合作，分别与中国建材、华润水泥达成战略合作协议，区域话语权与集中度不断提升，大企业控制熟料外销比例，熟料资源化趋势明显，反之龙头企业话语权进一步提升，维护市场秩序，行业景气度延续；另外，我们认为环保限产和行业自律性错峰生产持续造成供给收缩，华东供需紧平衡打破，接下来常州、山东等地的停产将会造成旺季提前到来且旺季更旺，价格弹性被市场低估，华东区域确定性最高；

5、从股息率角度来看，合理市值 2600 亿元，当前价位仍有 30% 左右的空间。随着海螺行业话语权逐步提升，盈利中枢提升，未来业绩波动性收窄，有望充分公共事业化。保守假设 2018 年公司业绩 280 亿，假设 17 年 40% 的分红比例不变，当前 2000 亿市值计算，股息率达到 5.6%，回报率过高，若以 4.2~4.3% 股息率为合理回报率，当前价位仍有 30% 左右的空间，合理市值在 2600 亿元；

盈利预测与投资建议

当前扩内需，基建补短板基调确定，后续或不断有政策催化，需求有望超预期，而供给剧烈收缩带来缺口，价格向上弹性巨大，公司作为行业龙头将充分受益，我们认为市场低估了海螺水泥业绩弹性和中长期的估值变化。保守预计 18-20 年公司归母净利分别为 280、308 和 331 亿元，EPS 分别为 5.3、5.8 和 6.2 元，同比增长 76.6%、10 %和 7.4%，对应当前 PE 估值分别为 7.0、6.3 和 5.9 倍，给予“买入”评级。

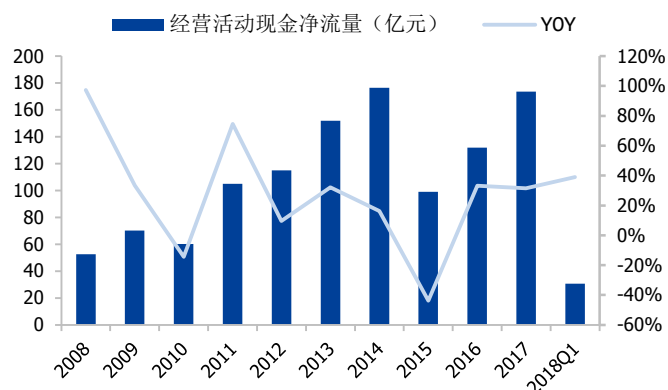
图表 1：公司水泥熟料盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
熟料产能（亿吨）	2.44	2.46	2.496	2.58	2.65
水泥产能（亿吨）	3.13	3.35	3.548	3.7	4.1
熟料产量（亿吨）	2.25	2.38	2.5	2.7	2.9
水泥产量（万吨）	2.45	2.57	2.75	3.15	3.2
增速	9.4%	4.9%	7.0%	14.5%	1.6%
水泥熟料销量（亿吨）	2.77	2.95	3.1	3.2	3.3
增速	8.2%	6.5%	5.1%	3.2%	3.1%
单价（元/吨）	196.6	247.1	315.0	323.0	325.0
收入（亿元）	544.7	728.9	976.5	1,033.6	1,072.5
增速	10.1%	33.8%	34.0%	5.8%	3.8%
成本（亿元）	366.3	471.5	532.7	549.8	559.9
吨成本（元/吨）	132.2	159.8	171.9	171.8	169.7
吨毛利（元/吨）	64.4	87.3	143.2	151.2	155.3
三费（亿元）	67.6	72.5	76.5	79.5	82.9
销售费用（亿元）	32.8	35.7	37.5	38.7	40.0
管理费用（亿元）	31.4	34.6	36.9	38.8	40.9
财务费用（亿元）	3.4	2.2	2.1	2.0	2.0
吨费用（元/吨）	23.7	23.8	23.9	24.1	24.4
吨净利（元/吨）	31.8	49.5	93.0	99.1	102.2
毛利率	32.8%	36.2%	45.4%	46.8%	47.8%

资料来源：Wind，太平洋证券研究所

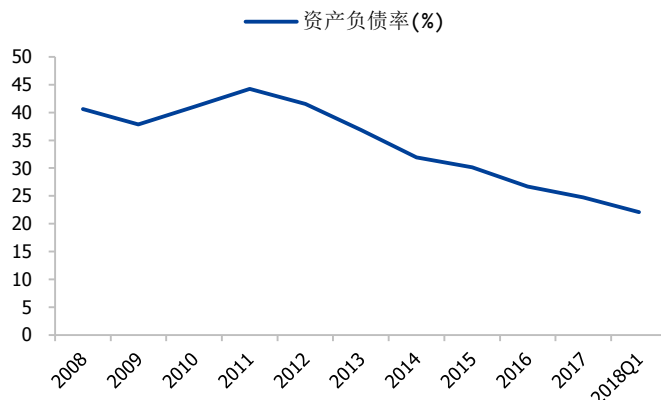
净现金时代，分红比例提升。公司 18Q1 资产负债率降至 22%，有息负债共 133.35 亿元，在手货币资金 262.17 亿元，公司实际上早已进入净现金时代；同时，公司资本性支出进一步减少，2017 年全年资本开支 64.85 亿元，同比减少 8.8%。净现金流增加、资本性支出减少双重因素带来更多盈余资金，公司进一步提升现金分红比例，2017 年公司派发现金红利 1.2 元/股，分红比例从 2017 年的 31.06%提升到 40.11%，自 2014 年以来首次提高，我们认为由此股息率的提高对中长线投资者具有很强的吸引力。

图表 2: 公司经营性现金净流量



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 3: 公司资产负债率情况



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 4: 近三年公司利润分配方案

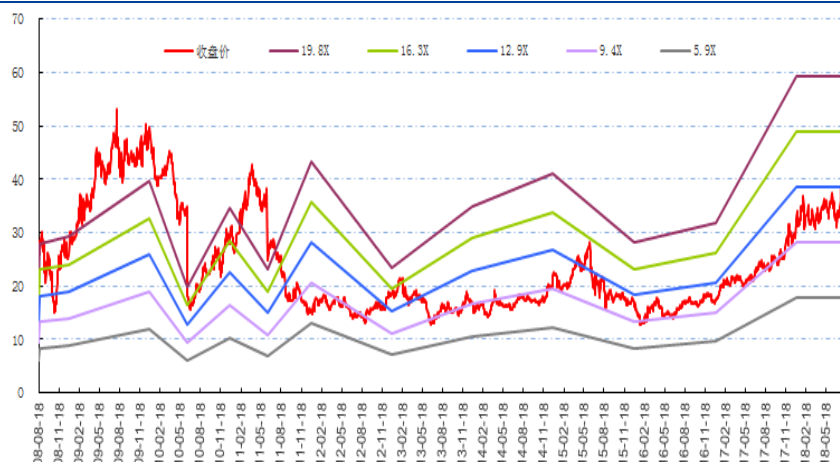
年度	每股派发现金红利	年度分红金额	分红占归属于上市公司股东净利润比率
2015	0.43 元	227,870.0 万元	30.32%
2016	0.5 元	264,965.1 万元	31.06%
2017	1.2 元	635,916.3 万元	40.11%

资料来源: 公司年报, 太平洋证券研究院

从股息率角度来看, 随着海螺行业话语权逐步提升, 盈利中枢提升, 区位的不可负债性使得未来业绩波动性收窄, 有望充分公共事业化。保守预计 2018 年公司归母净利 280 亿元, 假设按照 18 年维持 40% 的分红比例不变, 按 2000 亿市值计算, 则目前市值下股息率达到 5.6%, 这在海螺历史上都处于较高水平, 若股息率 4.2~4.3% 为合理水平, 则合理市值应该在 2600 亿左右, 当前价位仍有 30% 左右的修复空间。

从相对估值角度来看, 2012 年至今海螺 PE 估值基本维持在 9~12.5x 之间。我们认为, 新时期下, 海螺的价值被严重低估, 一方面行业集中度在提升, 海螺的话语权越来越重, 从行业自律逐步走向市场及政府双管齐下, 供给侧不断深化, 行业盈利波动收窄, 海螺规模优势及区位优势更明显; 另一方面, 海螺自身资产价值的提升, 稀缺的矿山资源, 盈利稳定且持续的核心水泥资产, 以及分红比例的提升, 应得到更高的估值溢价。

图表 5: 海螺水泥的 PE-band

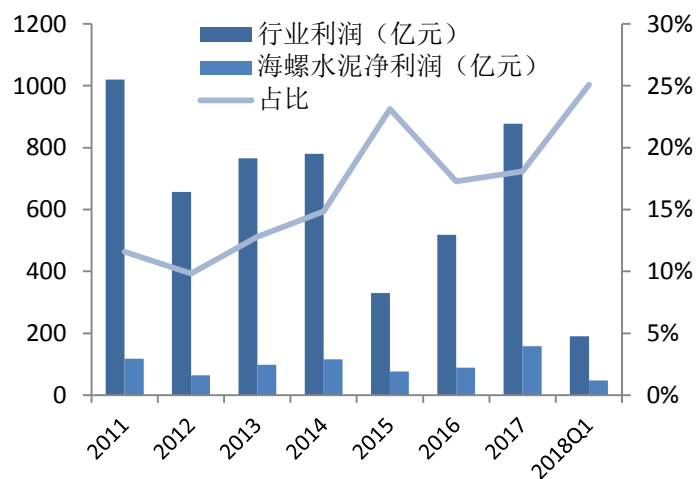


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

海螺水泥的价值重估

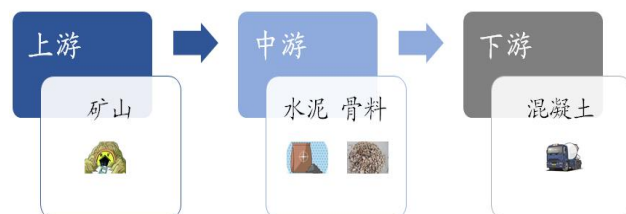
海螺水泥早在 1997 年登录香港资本市场, 2002 年 A 股上市, 经过多年发展, 海螺水泥由单一的水泥生产商发展成集矿山资源、水泥熟料、骨料及混凝土为一体的全产业链建材集团。在当前严格的环保治理的大背景下, 行业利润有逐渐向头部企业集中的趋势, e.g. 海螺水泥利润占水泥全行业利润的比重由 2011 年的 11.6% 提升至 2018 年 Q1 的 25.1%, 其背后实质是全产业链水泥公司的综合竞争力的体现, 我们认为全产业链的海螺水泥已逐步迎来存量资产和区位价值的重估, 这一趋势目前被市场低估。

图表 6: 海螺水泥利润占全行业利润比例



资料来源: 数字水泥网, 太平洋证券研究院

图表 7: 海螺水泥产业链延伸



资料来源: 太平洋证券研究院

站在金矿上的公司，价值重估之矿山资源

我国石灰石矿产资源丰富，占世界总储量的 64% 以上，根据国家建材局地质中心统计，全国石灰岩分布面积达 43.8 万平方公里，但可用于水泥生产的优质石灰石资源只有 1/4-1/3，随着环境保护、生态平衡建设的需要，可供水泥生产的石灰石资源在逐步减少，资源稀缺性特征逐步显现。在“青山绿水蓝天”的大方针指导下，自然资源的野蛮式开采受到严格控制，且呈现出不可逆的过程，在规范化的推进过程中，过去低廉的石灰石价格一路走高，水泥企业手中优质的矿山资源价值得以提升。

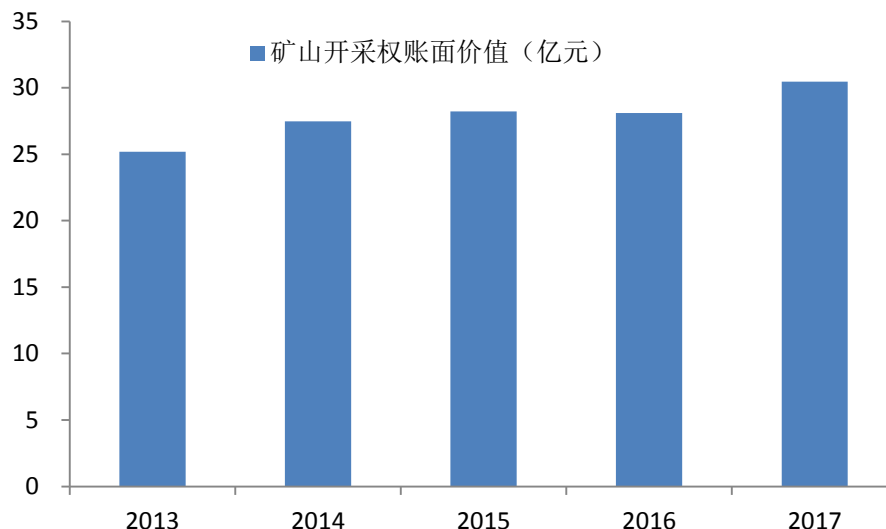
海螺水泥在手矿山开采价值或突破 400 亿元，矿山价值中枢大幅提升。我们参考 17 年安徽省霍邱县火石山普通建筑石料用石灰岩矿采矿权评估报告书中对矿山资源价值评估方法，采用现金流折现法，对海螺水泥现有约 130 亿吨矿山资源价值重估。假设每年开采量为 4 亿吨，则海螺在手矿山资源可以开采 32.5 年，按照销售价格 31.38 元/吨计算，我们测算，海螺水泥 130 亿吨矿山资源价值约 400 亿元；若销售价格达到 40 元，则矿山资源总价值约 800 亿元，远高于 17 年末无形资产中矿山开采权账面价值 30.5 亿元。我们认为，随着环保趋严，矿山资源稀缺性愈发凸显，海螺的安徽石灰岩矿山品相高、露天开采，海螺上游资源整体价值中枢提升。

图表 8：海螺水泥矿山价值测算

不含税单价（元/吨）	30	31.38	40	50
外购材料（元/吨）	5	5	5	5
外购燃料及动力（元/吨）	4	4	4	4
工资及福利费（元/吨）	1	1	1	1
折旧费（元/吨）	1.46	1.46	1.46	1.46
修理费（元/吨）	0.7	0.7	0.7	0.7
安全费用（元/吨）	2	2	2	2
利息支出（元/吨）	0.07	0.07	0.07	0.07
其他（元/吨）	3.4	3.4	3.4	3.4
单位总成本费用（元/吨）	17.63	17.63	17.63	17.63
销售税金及附加（元/吨）	2.1	2.1	2.1	2.1
所得税（元/吨）	2.91	2.91	2.91	2.91
单吨净利润（元）	7.36	8.74	17.36	27.36
折现率	8%	8%	8%	8%
按照每年开采 4 亿吨可开采年限（年）	32.5	32.5	32.5	32.5
每年利润（亿元）	29.44	34.96	69.44	109.44
折现矿山价值（亿元）	337.83	401.17	796.84	1255.85

资料来源：安徽省霍邱县火石山普通建筑石料用石灰岩矿采矿权评估报告书，太平洋证券研究所

图表 9: 2013-2017 年海螺水泥矿山资源账面价值



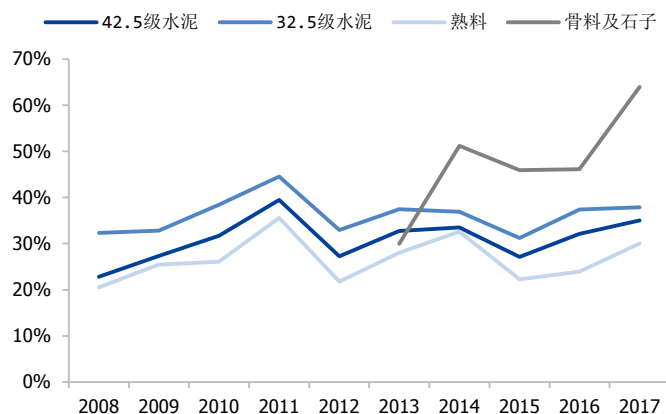
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究所

我们认为, 过去低廉的矿山资源现已成为优质的资产, 在环保趋严的大背景下, 掌握资源的企业相当于掌握了未来市场的定价权, 过去的“民采民运”模式和协议矿石供应模式已成历史, 资源的稀缺性及逐步提升的进入壁垒势必提升其内在价值, 海螺水泥优质的矿产资源重估价值也将大幅提升。

依托矿山资源进军骨料业务, 资源壁垒优势显现。公司从 2013 年开始进入骨料领域, 尤其近两年发展迅速, 2017 年底骨料产能达到 2890 万吨, 2018 年计划新增产能 1450 万吨, 到 2020 年产能规模或将达到 1 亿吨。随着环保的不断升级, 对非法矿山开采监管趋严, 要求未达到准入条件的砂石矿山关停。而公司拥有较多优质矿山资源则受益明显, 一方面可以为水泥生产提供原材料, 另一方面可以拓展骨料业务, 相比于竞争对手, 公司砂石骨料资源的矿山品相更高 (安徽等省有优质的非金属矿), 成本更低, 形成资源壁垒。

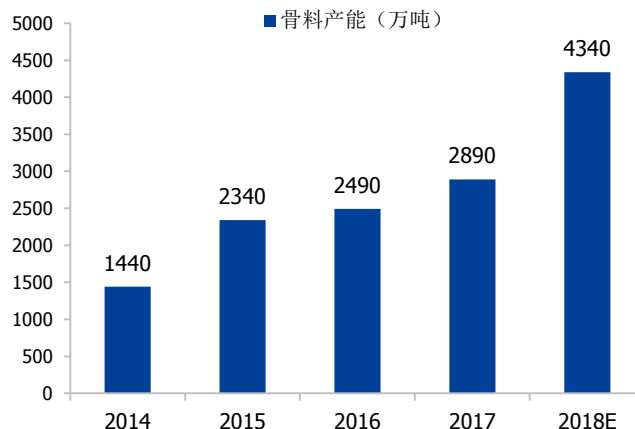
17 年 3 月份以来, 受环保影响, 华东主要城市骨料价格持续走高, 最高涨幅达到 50% 以上, 17 年骨料毛利率达到 64%, 盈利能力突出, 加速拓展骨料业务将打造新的业绩增长点。

图表 10: 2008-2017 公司产品毛利率



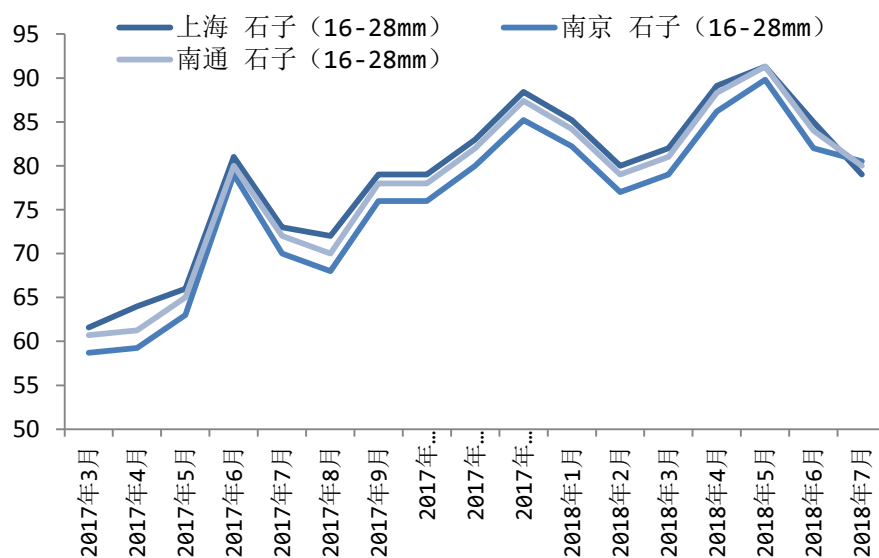
资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 11: 公司骨料产能情况



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 12: 2017-2018 年部分城市骨料价格

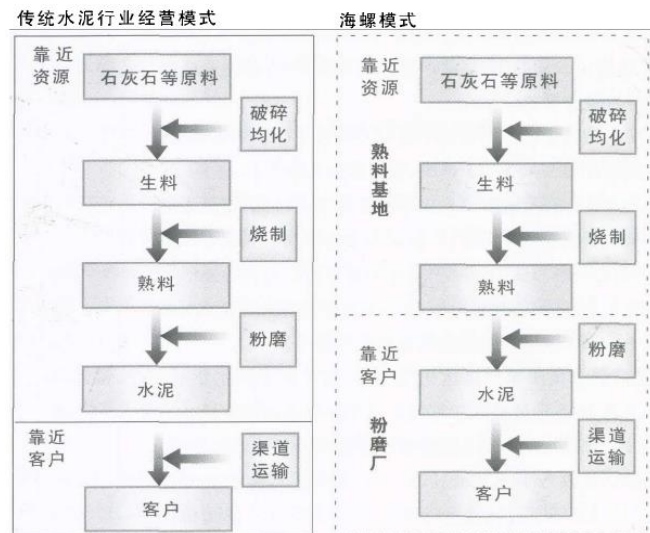


资料来源: 中国砂石协会, 太平洋证券研究院

无可复制的区位优势，价值重估之水泥资产

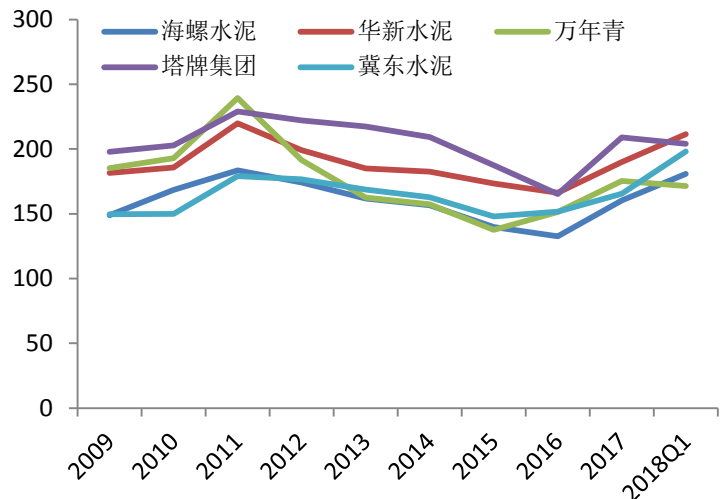
得天独厚的“T”型战略布局，打造领先全行业的成本优势。公司集矿山，码头，运输与市场为一体，打造产销一体的优质闭环。公司将熟料厂建在矿山资源丰富地区，在沿海无资源区域但水泥消费发达的地区建造熟料库和粉磨站，通过便捷的长江水运连接资源与市场，公司无论在华东还是华南都是沿大江大河布局，其优秀的生产线管理水平、规模优势、运输成本优势及市场优势，使得公司整体生产成本比行业平均低 15-20 元/吨；得天独厚的区位优势注定无法复制，在追求确定性的市场中，理应获得估值溢价。

图表 13: 海螺水泥“T型”布局与传统水泥模式对比



资料来源：《海螺水泥：T型战略的价值链创新》，太平洋证券研究院

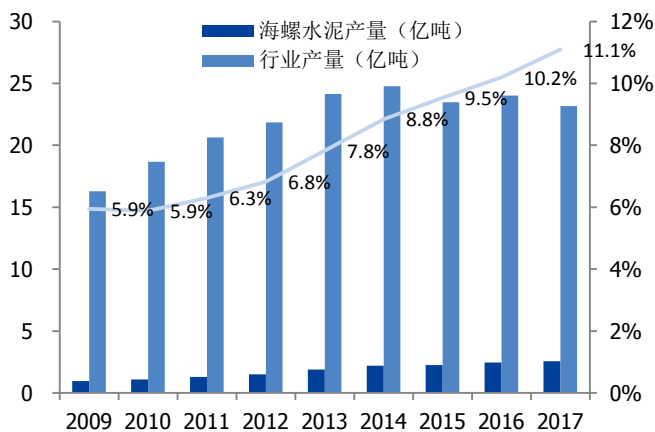
图表 14: 海螺水泥与竞争对手的吨成本对比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

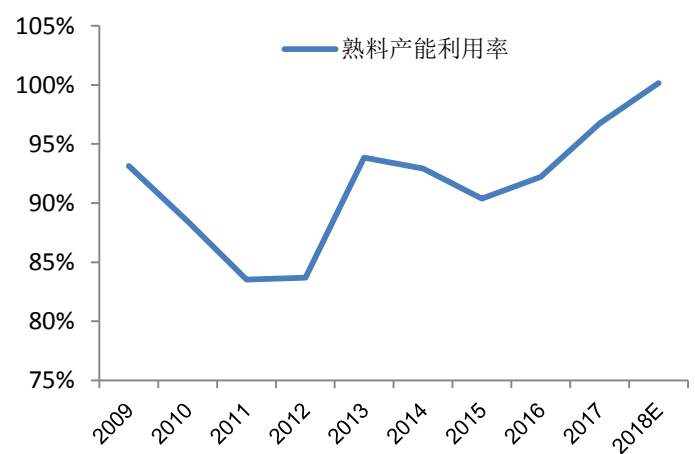
同时，过去十年海螺水泥产量市占率稳步提升，17 年底达到 11.1%，熟料产能利用率持续维持全行业最高。与竞争对手相比，海螺的水泥资产具有低成本、高利用率及规模优势，盈利能力遥遥领先，其早期购置的丰富矿山价格比较低廉，接近 100% 的自供率，保证其矿山成本比外购石灰石价格低 20-30 元/吨，公司依托矿山水泥主业，延伸产业链，一方面带来新的业绩增长点；另一方面降低单一业务的系统性风险。

图表 15: 2009-2017 年公司水泥市占率



资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

图表 16: 海螺水泥与同业对手的成本对比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

进军商混领域，打造上下游一体化优势。公司在 2017 年正式进军商混产业，同年 6 月签约了遵义、广元、巴中商品混凝土项目，成为公司首批商混项目；10 月与兴安县人民

政府、兴安县鑫泰城投公司签署西南海螺商混项目投资合资协议；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签订战略合作协议，建立了水泥采购战略合作关系，未来将充分发挥双方优势，实现互利共赢。

目前公司遵义海汇新材料商混项目已建成投产，年产能 60 万立方米，2018 年公司预计继续新增商品混凝土产能 120 万立方米。公司依托传统水泥业务优势，通过发挥内部协同效应，进行纵向产业链延伸的难度更低，速度更快，同时公司与地方政府合作，有望解决商混行业账期长，回款难的顽疾，凸显上下游一体化优势。

“T”型布局打造其核心水泥资产，高质量 ROE 持续领跑行业。从盈利能力 ROE 来看，过去十年，海螺 ROE 水平持续稳定在 10% 以上，远远领先行业平均水平；我们认为，过去 10 年海螺一直在坚决执行去杠杆，ROE 保持高位的原因在于综合成本费用的持续降低，背后实质是 T 型战略的渐入佳境竞争力增强；未来海螺的行业控制力将进一步提升，业绩波动将收窄，突出的盈利能力及稳定性彰显资产的优质，其实际价值应显著高于账面价值。

图表 17: 海螺水泥与同行业 ROE 水平对比

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
海螺水泥	14.5%	13.2%	19.4%	29.0%	13.5%	17.9%	18.0%	11.0%	11.6%	19.1%
华新水泥	16.0%	11.6%	12.0%	16.8%	7.2%	14.3%	13.2%	1.1%	4.6%	19.0%
万年青	5.0%	6.4%	13.4%	36.8%	11.8%	23.1%	23.9%	9.7%	8.4%	15.7%
祁连山	17.9%	25.7%	21.0%	12.3%	5.3%	11.8%	12.6%	3.7%	3.4%	11.3%
塔牌集团	16.1%	11.6%	14.5%	21.2%	5.9%	11.1%	15.2%	8.9%	10.0%	11.2%
冀东水泥	10.4%	15.6%	18.9%	15.6%	1.6%	2.9%	0.3%	-15.7%	0.5%	1.1%
平均	13.3%	14.0%	16.5%	22.0%	7.5%	13.5%	13.8%	3.1%	6.4%	12.9%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

转变经营策略，海螺引领作用凸显

加强区域合作，市场话语权提升

从 2015 年行业提出供给侧改革之后，整体行业供需格局逐步改善，其中与海螺水泥转变经营策略密不可分，2016 年以后，公司积极参与行业自律，加强与同业的区域合作，分别与中国建材、华润水泥达成战略合作协议，逐步提升龙头企业的引领作用，维护市场秩序。

图表 18: 海螺水泥与中国建材、华润水泥达成战略合作协议

时间	事件
2012-12-4	安徽海螺集团与中国建材集团在芜湖签署了“战略合作协议”，双方就充分发挥各自优势，共同推进水泥行业结构调整、技术进步、产业升级和节能减排等问题进行了深入交流，并达成了广泛共识。

2016-6-16	安徽海螺水泥股份有限公司与华润水泥控股有限公司在香港华润大厦签署了“战略合作协议”，双方将本着“合作共赢、优势互补、互利互惠”的原则开展合作，并同意共同推动中国水泥行业持续健康发展。
2018-3-9	安徽海螺水泥股份有限公司和中国建材旗下上海南方水泥有限公司共同出资组建了安徽江北海中建材贸易有限责任公司。公司主营业务为熟料、水泥、砂石骨料等建材产品的销售服务。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

从龙头企业产能重点布局的区域来看，华东、中南及西南三大区域 CR3 集中度分别为 50.7%，35.4%以及 44.3%，CR10 均在 65%以上，在当前强供给侧改革背景下，南方区域需求好于北方，龙头企业一方面积极参与供给侧改革，改善行业供需格局；另一方面积极维护区域市场秩序，引领行业健康发展。

图表 19：华东、中南及西南地区水泥企业集中度

华东地区	企业	水泥熟料产量（万吨）	市占率
	中国建材	13193.6	26.7%
	海螺水泥	9300	18.8%
	山水集团	2551.3	5.2%
	红狮集团	1984	4.0%
	金峰水泥	1317.5	2.7%
	万年青	1278.75	2.6%
	泉兴中联	1007.5	2.0%
	上峰水泥	992	2.0%
	福建水泥	930	1.9%
	亚洲水泥	892.8	1.8%
	合计	CR3	50.7%
		CR5	57.4%
		CR10	67.8%
中南地区	企业	水泥熟料产量（万吨）	市占率
	中国建材	5772.2	12.9%
	海螺水泥	5161.5	11.6%
	华润水泥	4873.2	10.9%
	华新水泥	3487.5	7.8%
	天瑞水泥	2263	5.1%
	台泥水泥	2222.7	5.0%
	葛洲坝	1707	3.8%
	河南投资集团	1240	2.8%
	华盛天涯	914.5	2.0%
	红狮	852.5	1.9%
	塔牌	852.5	1.9%

		CR3	35.4%
合计		CR5	48.2%
		CR10	65.7%
西南地区	企业	水泥熟料产量 (万吨)	市占率
	中国建材	8621.1	25.4%
	海螺水泥	4020.7	11.8%
	华新拉法基	2402.5	7.1%
	台泥水泥	1776.3	5.2%
	红狮集团	1426	4.2%
	昆钢集团	1085	3.2%
	峨胜水泥	917.6	2.7%
	东方希望	852.5	2.5%
	亚洲水泥	700.6	2.1%
	星船城	678.9	2.0%
		CR3	44.3%
合计		CR5	53.7%
		CR10	66.2%

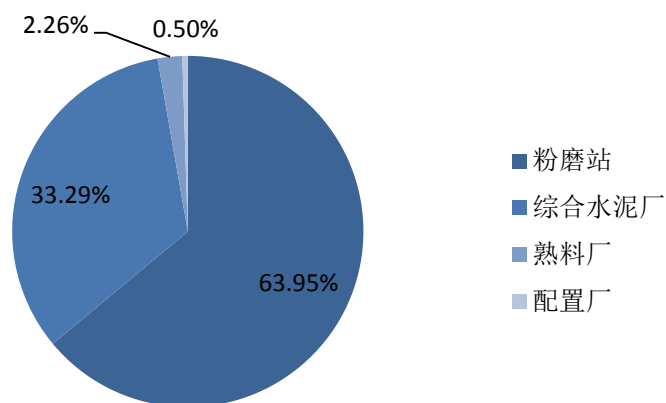
资料来源：中国水泥网，太平洋证券研究院

挤压粉磨站生存空间，熟料资源化趋势显现

社会粉磨站是行业过剩产能主要来源。目前水泥行业产能过剩的很大原因是粉磨站众多，加剧市场竞争，从投资情况来看，熟料产能建设投资大且需要靠近原材料地区，对资源与区位选择要求高；而粉磨站投资少，且靠近消费市场，容易产生立竿见影的效果，因此粉磨站大量出现，截止 2018 年 5 月，全国持有生产许可证的水泥粉磨站 2317 家，比 2013 年底增加 152 家。目前市场上粉磨站主要分为两类，一是水泥企业（集团）旗下的粉磨站，这类粉磨站是水泥企业的水泥生产链条上的一环，通常由集团企业统一调配；二是没有大型企业集团背景、也不具备矿山和熟料生产线的第三方社会粉磨站，也是为数最多的一类。

从数量来看，第三方粉磨站占我国全部水泥企业的 64% 左右，为水泥企业主要组成部分；从产能来看，粉磨站水泥总产能约 18.6 亿吨，占全国总产能的 54%。

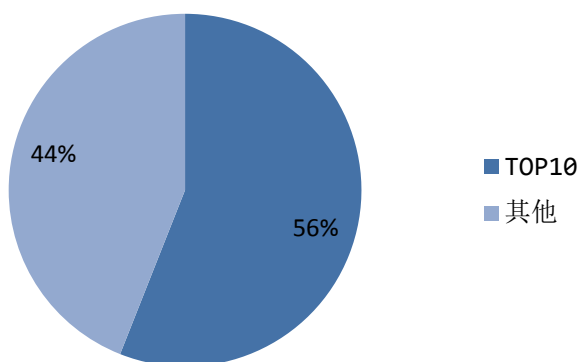
图表 20: 我国水泥行业组成结构



资料来源: 中国水泥网, 太平洋证券研究院

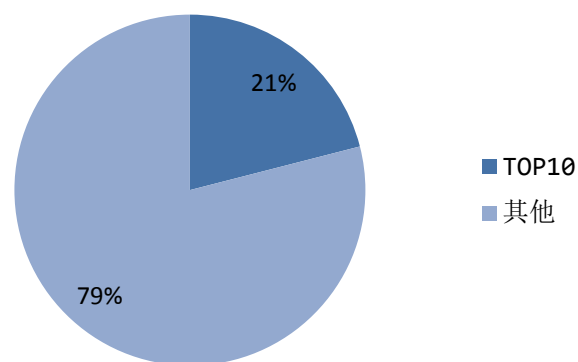
2017 年, 熟料产能 TOP10 企业熟料产能市占率高达 56%, 但 TOP10 的企业拥有的粉磨站数量仅有 284 家, 占比不到 13%。尽管水泥行业的集中度在提高, 但提高的仅是熟料生产的集中度, 粉磨站的集中度却没有跟随, 前十大水泥企业的熟料产能占比远高于前十大企业的粉磨站水泥产能占比。

图表 21: 前十大水泥企业熟料产能集中度



资料来源: 中国水泥网, 太平洋证券研究院

图表 22: 前十大水泥企业粉磨站集中度



资料来源: 中国水泥网, 太平洋证券研究院

图表 23: 前十大水泥企业粉磨站数量

企业名称	粉磨站数量 (个)	粉磨站产能 (万吨)	平均规模 (万吨/个)
中国建材	132	14835	112.39
海螺水泥	38	11460	301.58
冀东金隅	17	2294	134.94
山水水泥	42	5650	134.52

华新水泥	17	1550	91.18
华润水泥	9	1320	146.67
台泥国际	1	360	360
红狮控股	10	1220	122
亚洲水泥	2	480	240
天瑞水泥	16	2050	128.13
合计	284	41219	145.1

资料来源：中国水泥网，公司公告，太平洋证券研究院

熟料货源归边，社会粉磨站生存空间被压缩。随着近两年水泥熟料集中度的提升、错峰生产政策的执行，熟料控销时代悄然来临，例如在长三角市场，海螺与南方水泥联合成立水泥熟料供销平台，增强对区域内的熟料供应的控制，我们认为这一做法其他地区主导企业很可能效仿。一方面熟料企业供给减少，市场上无熟料可供；另一方面提高熟料价格，水泥与熟料价格倒挂，以华东水泥熟料价格为例，目前华东沿江熟料价格为 420 元/吨左右，而部分沿江城市水泥价格低于 420 元/吨，水泥与熟料价格倒挂导致了粉磨站生存空间压缩。去年几家大型水泥企业的熟料外销率均有一定程度的下降，相比前一年合计减少供应熟料的量在千吨以上，对粉磨市场造成了较大的冲击。

图表 24：主要水泥企业熟料外销比例

熟料企业	2017 外销熟料比例 (%)	2016 外销熟料比例 (%)
中国建材 南方水泥	21.44	25.44
西南水泥	3.66	3.59
中联水泥	24.79	30.55
北方水泥	16.22	22.28
中材股份	-	12.52
海螺水泥	15.52	20.09
冀东水泥	21.41	19.42
红狮控股	-	30.1
华润水泥	11.63	7.11
山水水泥	-	27.84
华新水泥	6.52	8.64
亚洲水泥	7.28	5.34
行业平均水平	20%-30%之间	

资料来源：中国水泥网，公司公告，太平洋证券研究院

我们认为，随着龙头企业对熟料外销数量控制增强，熟料呈资源化趋势，拥有熟料产能的大企业，将进一步提高资源壁垒，有利于行业集中度提升，海螺丰富熟料产能覆盖区域广阔，将全面受益。

行业供与需的改变

供给侧改革进一步深化，为供需格局改善的主要推动力

“去产能行动计划”推动产能收缩。2017 年 12 月，中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》，提出了三年去产能目标：压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能利用率达到 70%；前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70%以上，水泥产能集中度达到 60%，力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%。该行动计划为水泥行业去产能及节能减排提供了具体指导，未来三年水泥熟料产能有望继续缩减。

图表 25：供给侧改革相关政策

时间	文件/会议	内容
2017 年 12 月	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	在“十三五”期间，以去产能为突破口，有效解决水泥行业产能严重过剩，企业数量过多，集中度不高，结构不合理和效益不稳等根本性的行业发展问题。
2017 年 6 月	《水泥工业“十三五”发展规划》	提高资源能源效率、提升技术装备水平和减少低标号水泥比例，提高功能品位向高端发展，向节能减排和绿色低碳发展，将成为行业追求的主要目标。
2017 年 3 月	《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	要求通过严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。
2017 年 1 月	《“十三五”节能减排综合工作方案》	明确“十三五”节能减排工作的主要目标，控制重点区域流域排放，分区域、分流域制定实施钢铁、水泥、平板玻璃等重点行业、领域限期整改方案，升级改造环保设施，确保稳定达标。
2016 年 12 月	《国务院关于发布政府核准的投资项目目录（2016 年本）的通知》	对于钢铁、水泥、平板玻璃等产能严重过剩行业颁布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，不得以其它任何名义、任何方式备案新增产能项目不符合环评审批和新增授信支持等相关业务，合力推进供给侧改革合作。
2016 年 10 月	《建材工业发展规划（2016-2020）》	加快结构优化、开展专项行动，大力压减传统建材过剩产能。
2016 年 5 月	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（34 号文）	再次明确提出严禁新增产能，淘汰落后产能，推进联合重组
2015 年 12 月	中央经济工作会议	确定供给侧结构性改革任务之一是积极稳妥化解过剩产能。
2015 年 11 月	中央财经领导小组第 11 次会议	习近平总书记首次提出供给侧结构性改革
2013 年	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	意见提出坚决“遏制产能盲目扩张”
2009 年	《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》	提出“严格控制新增产能”

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

图表 26：《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》的通知

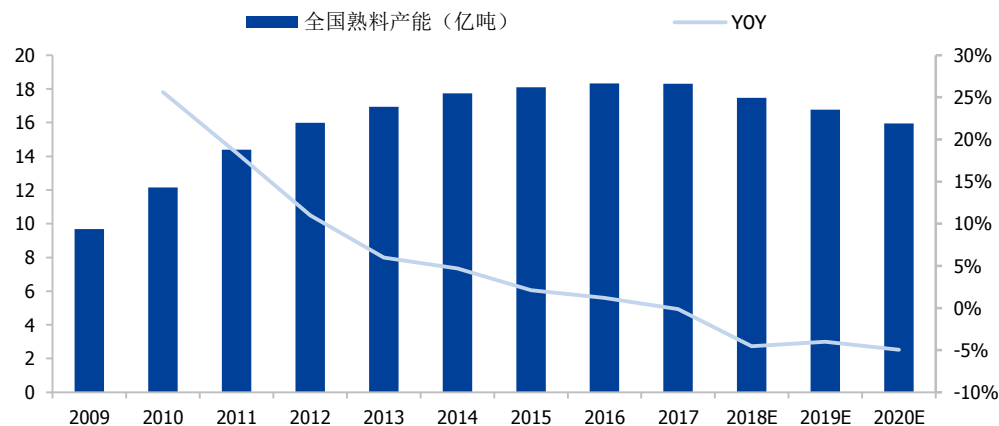
减少产能（万吨）	2018	2019	2020	合计
北京市	0	0	0	0
天津市	0	0	0	0
河北省	1295	1110	1295	3700
山西省	1260	1080	1260	3600
内蒙古	1330	1140	1330	3800
辽宁省	805	690	805	2300
吉林省	315	270	315	900
黑龙江	385	330	385	1100
上海市	0	0	0	0
江苏省	235	201	235	670
浙江省	256	219	256	730
安徽省	245	210	245	700

福建省	0	0	100	100
江西省	105	90	105	300
山东省	490	420	490	1400
河南省	735	630	735	2100
湖北省	300	200	100	600
湖南省	350	300	350	1000
广东省	445	381	445	1270
广西区	221	189	221	630
海南省	0	0	0	0
重庆市	250	150	220	620
四川省	875	750	875	2500
贵州省	665	570	665	1900
云南省	770	660	770	2200
西藏区	0	0	0	0
陕西省	630	540	630	1800
甘肃省	210	180	210	600
青海省	0	0	150	150
宁夏区	280	240	280	800
新疆区	1330	1140	1330	3800
全国	13782	11690	13802	39274

资料来源：中国水泥协会，太平洋证券研究院

水泥供给长周期或已见顶。2013 年 10 月国务院国发 41 号文后新增产线审批已经停止，我们认为水泥新增供给或已长周期见顶。随着去产能规划的实施，预计未来熟料产能将继续减少。根据去产能行动计划的目标，2018-2020 年全国将分别减少熟料产能 1.38 亿吨、1.16 亿吨和 1.41 亿吨，我们假设各年目标完成度为 60%，测算至 2020 年全国熟料产能将降至 15.94 亿吨，复合减速在 4.5% 左右。我们认为未来行业格局将进一步走向集中。

图表 27：2009-2017 年全国熟料产能及增速



资料来源：中国水泥网，《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》，太平洋证券研究院

错峰生产向常态化、强约束力发展。目前行业错峰生产呈常态化，2017 年以后的趋势是由行业自律逐步扩展到政府环保主导，2018 年各地区错峰生产安排继续推行，并且较

以往停产范围更广、停产时间更长、执行更带有强制性，局部区域将出现供给缺口，行业供需格局将进一步改善。

图表 28: 2017-2018 年各地区错峰生产安排

区域	地区	限产时间	控制产能
东北	辽宁	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 5 月 31 日	大连 2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 31 日全线停窑 4 个半月，还剩 15 天未执行。其他城市原计划自 2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 30 日全线停窑 6 个月，实际 4 月 1 日至 16 日期间陆续开窑，剩余停窑天数在 5 月底前补停。
	辽宁、吉林、黑龙江	2018 年 6 月 1 日至 9 月 30 日	6 月 1 日至 15 日错峰停窑 15 天。7 月、8 月、9 月每个月停窑 15 天。
	河北	2018 年 3 月 16 日至 11 月 14 日	非采暖季，石家庄、唐山熟料线每月限产 30%，邢台、邯郸熟料线每月限产 20%。
华北	河北冀中南区域（石家庄、邢台、邯郸）	2018 年 5 月 25 日至 6 月 13 日	停窑 20 天。
	山西临汾、运城	2018 年 4 月 21 日至 5 月 10 日	停窑 20 天。
	山西其余地区	2018 年 4 月 26 日至 12 月 31 日	4 月 26 日至 5 月 15 日停窑 20 天，6 月 26 日-7 月 15 日停 20 天，9 月 21 日至 10 月 10 日停窑 20 天。11 月起执行冬春季错峰生产规定。
	内蒙古	2018 年 5 月 16 日至 11 月 15 日	从 5 月 16 日起执行夏秋季错峰停窑，每隔一月停一次，时间为 30 天，旺季总体停窑时间为 80-100 天，直到冬季错峰生产开始。蒙东区域此前冬春季错峰时间延长一个月，5 月 1 日刚开窑复产，因此 5 月份暂未继续停窑。
西北	新疆	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 5 月 16 日	和田 2017 年 12 月 1 日至 2018 年 3 月 1 日共计 3 个月；喀什、克州 2017 年 11 月 16 日至 2018 年 3 月 16 日共计 4 个月；阿克苏、巴州 2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 1 日，共计 5 个月；乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业（含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司）2017 年 11 月 1 日至 2018 年 5 月 16 日，共计六个半月；其它地州市 2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 16 日，共计 5 个半月。
	陕西关中区域	2018 年 6 月 1 日至 8 月 31 日	停窑限产 30%，具体停产日期企业自行安排。
	甘肃	43252	错峰停窑一个月。
	青海	2017 年 12 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日	一般水泥生产线 12 月至次年 4 月停窑 120 天，利用电石渣生产水泥的生产线以及利用电石渣生产水泥的生产线 12 月至次年 6 月累计停窑 120 天。
	青海	2018 年 7 月 1 日至 2018 年 9 月 30 日	停窑 30 天。
华东	山东	2018 年全年	停窑 160 天。其中，1 月 1 日至 3 月 15 日停窑 75 天，6 月 1 日至 20 日停窑 20 天，8 月 17 日至 9 月 5 日停窑 20 天，11 月 15 日至 12 月 31 日停窑 45 天。
	江苏	2018 年全年	原计划：1 月 1 日至 3 月 31 日停窑 40 天，其中，2 月 15 日至 3 月 15 日停窑 30 天，剩余 10 天企业自主安排检修；8 月 1 日至 9 月 30 日停窑 10 天，10 月 1 日至 12 月 31 日停窑 10 天；全年累计停窑 60 天。实际执行情况：2-3 月停窑 30 天。6-7 月初步计划停窑 20 天。
	江苏南京	2018 年 5 月 23 日至 29 日	因重大活动要求停窑 7 天，但多数企业并未停够时间。
	江苏徐州	2018 年 6 月 1 日至 15 日	因重大活动计划停窑 15 天。
	浙江	2018 年 6-7 月	初步计划停窑 20 天。
	江西	2018 年全年	每条熟料线全年停窑 55 天，其中春节期间（2-3 月）不少于 35 天，夏季酷暑不少于 10 天，环境敏感期不少于 10 天。受“环保回头看”影响，江西全省计划 6 月停窑 20 天。
	福建	2018 年 6-8 月	每条熟料线停窑 20 天。
华中	河南	2018 年 6 月至 2019 年 3 月	分四个时段实施停产，即 6 月 1 日至 30 日、9 月 1 日至 30 日、12 月 1 日至次年 1 月 31 日（承担危险废物处置的生产线 12 月停产）、3 月 1 日至 3 月 31 日。对 2018 年 10 月底前稳定达到超低排放限值的水泥企业，当年给予错峰生产豁免政策激励。对承担居民供暖的生产线，12 月 1 日至次年 3 月 15 日期间，可免于错峰生产，但在采暖期结束后，即 3 月 16 日至 5 月 31 日期间，实施停产。
	湖北	2018 年全年	对 59 条水泥生产线的各自停窑时间做出明确规定，约 80% 的生产线停窑需超过 60 天，全年每条窑的停产时间超过 70 天，非冬季错峰的停产天数达到平均 30 天以上。
	湖南	2018 年全年	全年不少于 85 天，错峰生产时间主要集中在大气污染防治特护期（10 月 16 日至次年 3 月 15 日），其中一季度不少于 35 天，四季度不少于 20 天。长株潭地区大气污染防治特护期累计停窑时间不少于 60 天，粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

西南	湖南	2018 年 5-6 月	错峰停窑 15 天。
	四川	2018 年全年	全年每条熟料线计划停窑 110 天。其中，1 月份停窑 10 天，2 月份停窑 20 天，3 月停窑 10 天，4 月停窑 5 天。
	重庆	2018 年	不同区域所有生产线每年分别停产 85-110 天不等。
	贵州	2018 年全年	全年停窑 80-120 天，其中黔中（贵阳、安顺）停窑 120 天，其余地区停窑 80 天。一季度黔中停窑 35-45 天，其余地区 20-30 天。二季度黔中停窑 30 天，但到 5 月底，停窑计划仍未落实。
华南	广东	2018 年 2 月 1 日至 4 月 30 日； 5 月 1 日至 9 月 30 日	全年停窑 40 天。2018 年 2 月 1 日至 4 月 30 日所有熟料生产线停窑 20 天。原计划 2018 年 5 月 1 日至 9 月 30 日所有熟料生产线停窑 20 天，现更改为 6-8 月停窑 10 天。
	广西	2018 年全年	原计划全年停窑 40 天，其中，2-4 月停窑 20 天，5-9 月停窑 20 天。但近期企业开会更改停窑计划，商定 6-8 月，每条熟料线停窑 100 天。

资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

环保限产持续超预期。华东地区 8 月份因环保治理停产，产能即将出现大幅收缩。其中常州以及山东将因大气污染治理停产比例十分大，其中根据我们测算，常州（限产 50%）与山东（8 月下旬起全面停产 20 天）停产将分别影响华东地区熟料产量的 2.4% 和 1.3%（年化），山东及唐山首次提出非采暖季错峰生产计划，重庆、河北也出台限产措施；同时《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》征求意见稿提出 2018-2019 年冬季采暖季错峰生产计划，停产时间由 17 年的 4 个月延长至 6 个月，我们认为从 10 月开始进入采暖季全面停产推行起来虽有难度，但此为错峰生产继续严格执行的信号，供给持续收缩。

我们认为，本轮水泥行业供给剧烈收缩超预期，其中华东地区确定性最高，华东地区过去一直是紧平衡格局，任何超过 2% 的供需变动都将带来极大的价格弹性。目前华东区域熟料库存在 3-4 成，水泥库存持续低位运行，南京、常州及山东陆续限产将带来供给缺口，华东地区淡季不淡将演绎成旺季更旺，进入 2018 年 8 月份以来，江苏盐城、扬州等地以及浙江全省熟料价格陆续上涨 20 元/吨，同时，上海及浙江大部分地区水泥价格上调 20 元/吨，在供给不断收缩需求平稳甚至超预期的情况下，价格弹性被市场低估。

需求悲观预期修复

水泥需求总体平稳，2018H2 需求环比向下风险小。2018 年上半年全国水泥需求总体保持平稳，同比下滑 0.65%，其中 6 月份水泥产量 2 亿吨，同增 0.03% 区域分化严重，南方普遍好于北方。我们认为上半年需求基本保持平稳已经大超市场预期，今年全国水泥需求仍有望保持 24 亿吨窄幅波动，悲观预期或逐步修复。

图表 29：2017 年及 2018 年上半年全国各区域水泥累计产量及增速

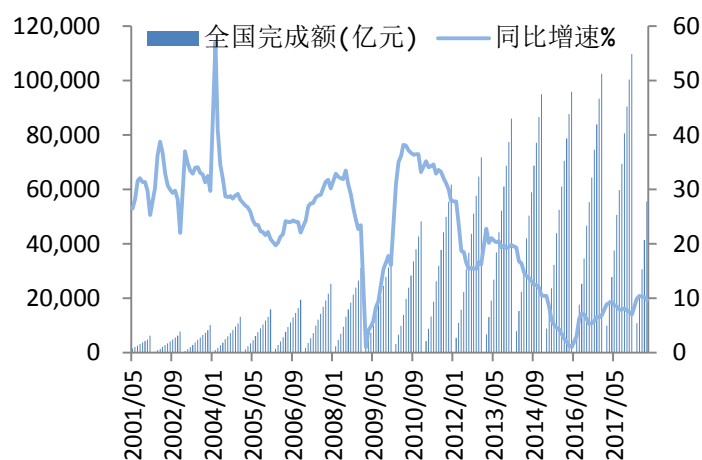
	2018H1 水泥 产量（万吨）	同比	2017 年水泥产 量（万吨）	同比
全国	99707.9	-0.64%	231624.88	-0.20%
华北地区	6757.7	-5.21%	16307.665	-11.85%
东北地区	2603.31	-12.85%	9041.8167	-10.50%
华东地区	32196.25	-1.39%	75049.66	1.57%
中南地区	29975.76	1.34%	68144.68	1.64%
西南地区	21138.97	5.59%	43472.46	1.56%

西北地区	7035.92	-11.81%	19608.603	-0.72%
------	---------	---------	-----------	--------

资料来源：数字水泥网，太平洋证券研究院

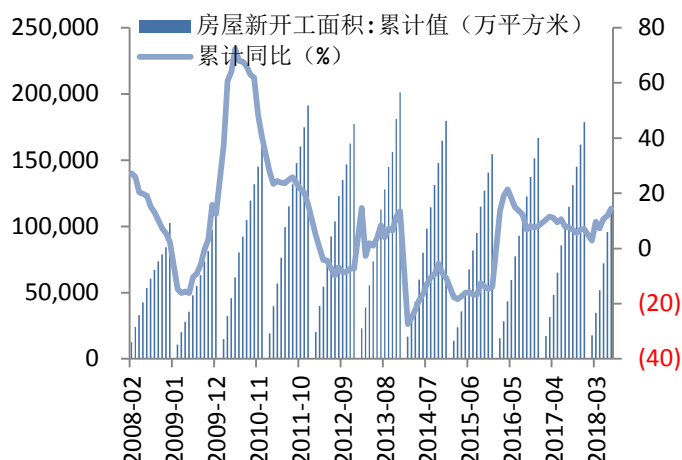
地产投资有韧性。受地产调控的影响，上半年地产投资增速为 9.7%，从水泥需求来看，上半年东部地区地产投资 10.8%，以地产需求占主导的华东及广东地区需求平稳（华东略降 1.39%，广东增加 6.97%），当前商品房可待售面积持续下降，上半年同比下滑 15% 左右，低库存周期和紧信用环境下，开发土地库存有望向新开工继续传导，上半年地产新开工同比增长 11.8%，我们认为地产投资将呈现出很强的韧性拉动水泥消费。

图表 30：全国房地产投资额及增速



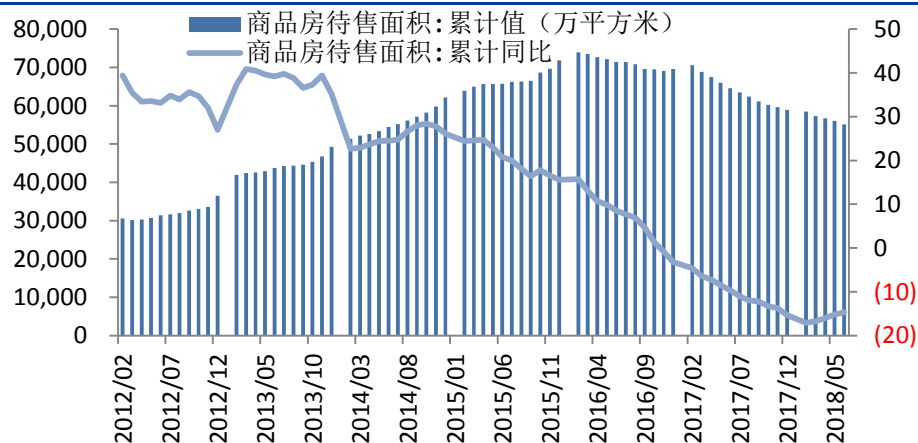
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 31：全国房地产新开工面积及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 32：商品房待售面积及增速

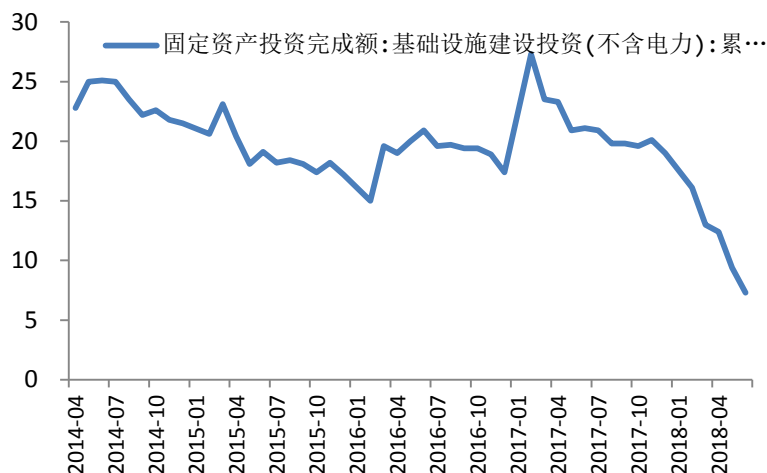


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

今年以来，受金融去杠杆以及 PPP 清库影响，我国基建投资大幅下滑，上半年同比增速

降至 7.3%，其中华北、东北、西北 6 月水泥产量分别增长 0.33%、-15.73%、-9.27%，熟料产量分别增长-1.22%、-35.03%、-7.72%，1-6 月累计产量也均不同程度下滑，反映了上半年基建项目开工情况弱，地方政府融资紧张或是主因。

图表 33: 2018H1 我国基建投资增速中枢大幅降低



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

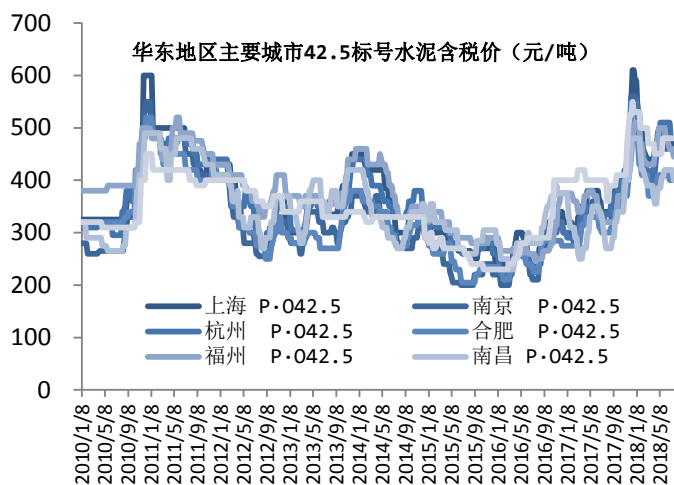
政策悲观预期修复，基建补短板基调确定。7月31日，中央政治局会议明确提出加大基础设施领域补短板力度，其中将聚焦城镇化带动的跨区域交通、信息基础设施、地下综合管廊、农村“四好”公路、生态环保等，确定基建补短板基调。

铁路投资重回 8000 亿元，后续或有持续政策催化。近期铁路总局表示 18 年铁路投资将重回 8000 亿以上，将加快铁路基建投资；同时，广东省印发《供给侧结构性改革补短板重大项目 2018 年投资计划通知》，计划总投资额超过 19000 亿元重点投资水利、铁路等基础建设；随着基建补短的基调确定，后续或持续有相关政策及项目落地。我们认为，地方政府专项债或加速发放，解决融资难问题，下半年基建投资有望企稳回升，有政策预期扭转实质需求释放。

农村需求超预期，西南基建扶贫大放异彩。西南地区 6 月份水泥产量增长 3.87%，上半年水泥产量累计产量 2.11 亿吨增长 5.59%且占全国 20%，为国内表现最好的区域；主要原因是西部地区精准扶贫力度加大，2017 年仅贵州较为抢眼，目前已扩散到整个西南地区 5 个省市，贵州的“村村通”、“组组通”产生的公路等需求带动大量水泥消耗。精准扶贫项目多为中央和地方政府财政内拨款，因此精准扶贫托底农村需求。

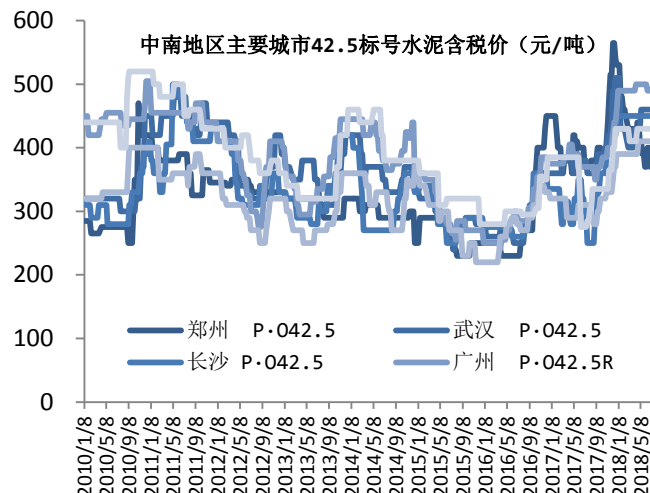
下半年需求有望超预期，供给收缩有望带来供给缺口，其中华东地区确定性最高，当前华东地区处于紧平衡格局，任何超过 2% 的供需变动都将带来极大的价格弹性，华东地区价格有望再次创历史新高。

图表 34: 华东地区主要城市 42.5 标号水泥价格



资料来源: 数字水泥网, 太平洋证券研究院

图表 35: 华南地区主要城市 42.5 标号水泥价格



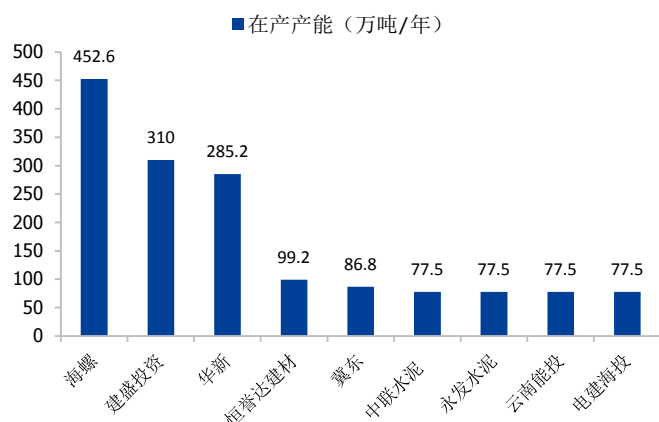
资料来源: 数字水泥网, 太平洋证券研究院

布局海外，对标国际龙头看估值修复

自 2013 年国发办 41 号文之后，水泥行业严控新增产能，国内新建生产线的难度提升，同时，跟随一带一路的政策，鼓励国内优质企业走出去，因此，海螺水泥开始布局海外市场。公司首个海外项目，印尼南加海螺一期 3200t/d 熟料生产线于 2014 年 11 月点火投产，开启了公司海外拓展的新航道。公司相继建成投产了印尼南加海螺一期熟料生产线、南加海螺二期生产线、西巴布亚公司水泥熟料生产线、印尼孔雀港粉磨站一期、缅甸海螺水泥熟料生产线、印尼孔雀港粉磨站二期工程等项目，均处于有序运营中。

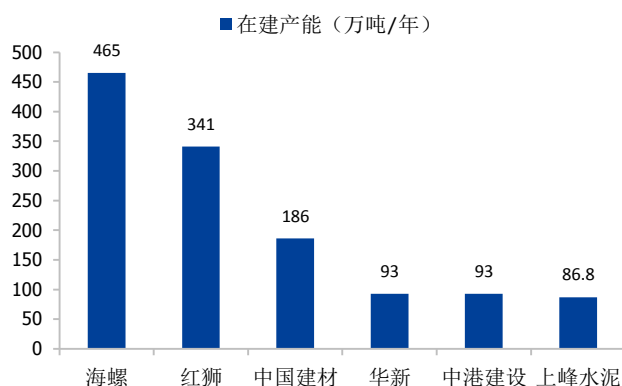
2018 年 3 月柬埔寨马德望海螺 5000t/d 熟料生产线点火投产，5 月首批水泥产品顺利发运出厂，项目正式进入生产运营阶段。截至目前，公司在海外拥有熟料产能 607.6 万吨/年，居国内企业的首位；另有海外在建产能 310 万吨/年，其中年产 155 万吨/年的印尼北苏海螺主体工程已完工，预计也将在 18 年投产。老挝琅勃拉邦海螺等项目工程已进入施工高峰期，伏尔加海螺、老挝万象、缅甸曼德勒等项目前期工作也在有序推进。公司水泥版图将进一步扩张，计划到“十三五”末公司海外水泥产能达到 5000 万吨，综合竞争力进一步提升。

图表 36: 国内企业海外水泥熟料在产产能 (2017 年 12 月 31 日)



资料来源: 中国水泥网, 太平洋证券研究院

图表 37: 国内企业海外水泥熟料在建产能 (2017 年 12 月 31 日)



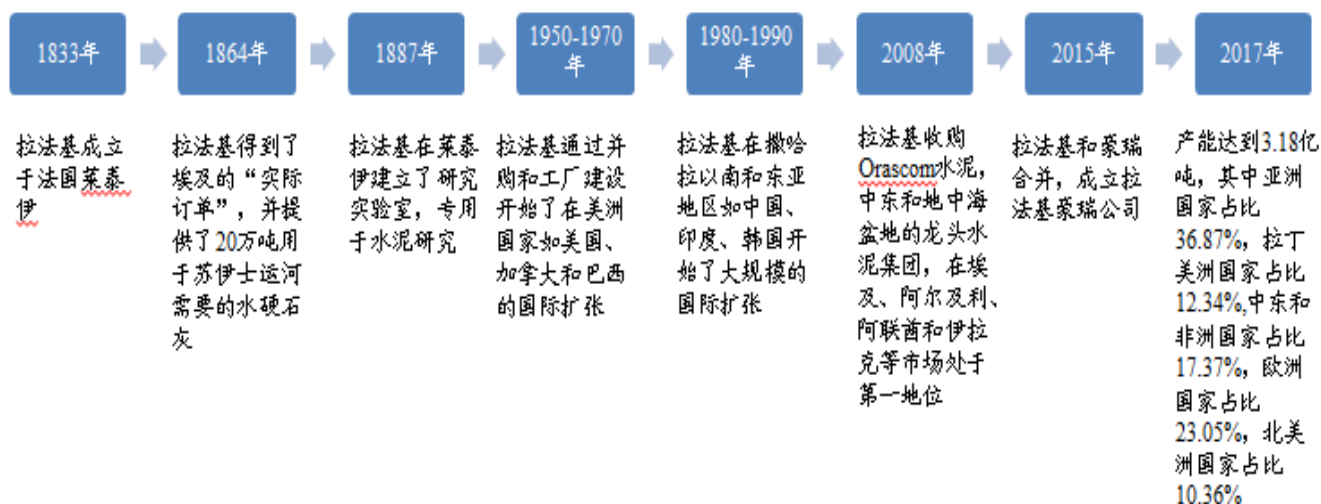
资料来源: 中国水泥网, 太平洋证券研究院

他山之石-拉法基的国际化进程

拉法基 1933 年在法国成立, 经过十几年发展后开始国际化扩张, 50-70 年代先后在南北美洲大规模扩张, 80-90 年代进军到亚洲, 2008 年收购埃及 Orascom 水泥企业, 进军拓展在中东及地中海业务, 2015 年收购瑞士豪瑞集团, 成为世界第一大水泥企业。从拉豪的扩张路径来看, 其通过并购迅速扩大在海外的规模及市占率, 享受各地区的发展红利。以拉法基的国际化历程来看, 全球化布局一方面可以扩大营收规模, 另一方面可以分散风险, 降低受单一区域经济下滑带来的业绩波动, 拉法基的 PE 估值水平维持在 15-20 倍左右, 明显高于海螺水泥的估值。

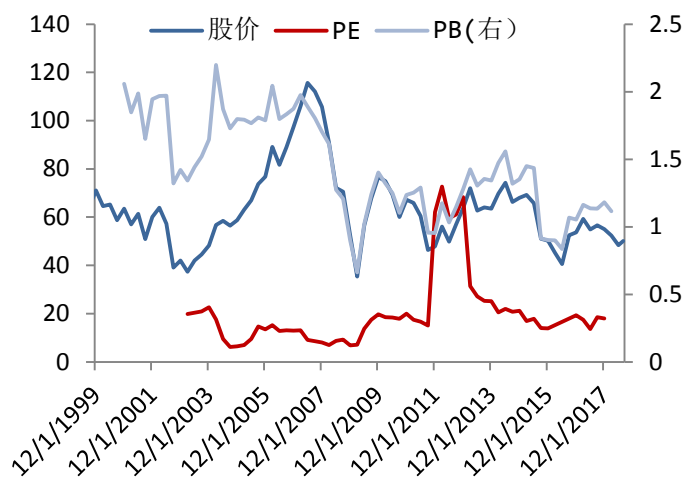
我们认为, 目前海螺水泥的资产质量及盈利水平要优于拉法基, 其国际化进程类似于其在国内全国布局的举措, 依托华东地区, 进而扩展至华南、西南及西北等区域, 降低局部区域波动带来的风险, 业绩稳定性将提升。随着海螺国际化进程不断推进, 其国内外产能占比更加均衡, 随着市场对于系统性风险的担忧减弱以及国际投资者持仓占比增加, 估值中枢有望进一步提升。

图表 38: 拉法基的发展历程



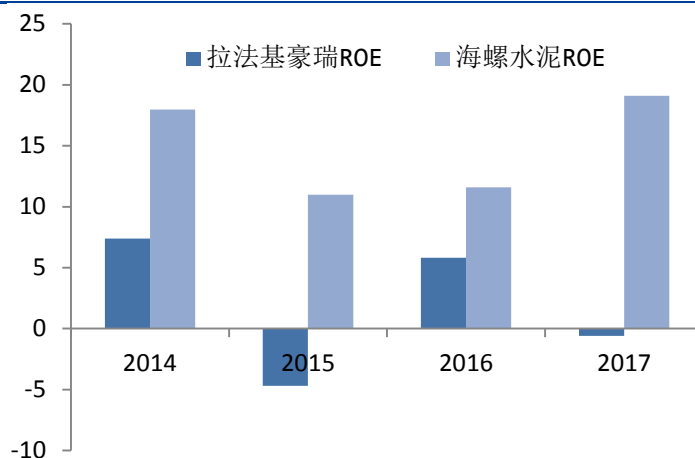
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 39: 拉法基 PE/PB band



资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院

图表 40: 2014-2017 年拉蒙与海螺水泥 ROE 对比



资料来源：Bloomberg，Wind，太平洋证券研究院

风险提示

- 固定资产投资低于预期；
- 供给收缩力度低于预期；
- 原材料价格持续超预期上涨；

资产负债表(百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	15586	24760	54860	82416	111628
应收和预付款项	1236	1862	1868	2015	2089
存货	4549	4705	5262	5437	5566
其他流动资产	8024	14626	15272	16801	17652
流动资产合计	29394	45953	77263	106670	136935
长期股权投资	3315	2791	2867	2932	2982
投资性房地产	28	36	36	36	36
固定资产	62278	59668	57490	53366	49904
在建工程	1521	2364	2134	1734	2134
无形资产开发支出	7498	7976	8129	8284	8441
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	80120	76190	74011	69707	66853
资产总计	109514	122143	151273	176377	203788
短期借款	1275	935	935	935	935
应付和预收款项	5929	7130	8472	8796	9030
长期借款	5447	4860	4860	4860	4860
其他负债	16563	17253	23665	24134	24614
负债合计	29215	30178	37932	38726	39439
股本	5299	5299	5299	5299	5299
资本公积	10684	10576	10576	10576	10576
留存收益	60034	73239	93293	116146	141279
归母公司股东权益	76609	89406	109459	132313	157446
少数股东权益	3690	2558	3882	5338	6903
股东权益合计	80299	91964	113341	137651	164349
负债和股东权益	109514	122143	151273	176377	203788

现金流量表(百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	13197	17363	34314	35206	38545
投资性现金流	-4552	-5203	-986	708	-975
融资性现金流	-7151	-7500	-3228	-8359	-8359
现金增加额	21	-31	0	0	0

利润表(百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	55932	75311	100630	106750	111350
营业成本	37770	48888	55336	57220	58581
营业税金及附加	672	947	1105	1266	1314
销售费用	3276	3572	3753	4003	4176
管理费用	3144	3460	4025	4270	4454
财务费用	337	216	101	-411	-825
资产减值损失	378	0	25	18	15
投资收益	399	2027	880	650	500
公允价值变动	6	2	2	2	2
营业利润	10760	20825	37166	41036	44136
其他非经营损益	893	403	728	647	634
利润总额	11653	21229	37894	41684	44770
所得税	2703	4800	8568	9425	10123
净利润	8951	16429	29326	32259	34647
少数股东损益	421	574	1324	1457	1564
归母股东净利润	8530	15855	28002	30802	33083

预测指标

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	32.47%	35.09%	45.01%	46.40%	47.39%
销售净利率	15.25%	21.05%	27.83%	28.85%	29.71%
销售收入增长率	9.72%	34.65%	33.62%	6.08%	4.31%
EBIT 增长率	13.02%	78.85%	77.18%	8.63%	6.48%
净利润增长率	13.48%	85.87%	76.62%	10.00%	7.40%
ROE	11.13%	17.73%	25.58%	23.28%	21.01%
ROA	7.79%	12.98%	18.51%	17.46%	16.23%
ROIC	12.30%	21.21%	43.91%	50.18%	55.68%
EPS (X)	1.61	2.99	5.28	5.81	6.24
PE (X)	10.53	9.81	6.96	6.33	5.89
PB (X)	1.17	1.74	1.78	1.47	1.24
PS (X)	1.61	2.06	1.94	1.83	1.75
EV/EBITDA (X)	5.39	5.50	3.54	2.69	1.94

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。