

海螺水泥 (600585.SH) \ 建筑材料

——资源重估、价值重构

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	34.53元
目标价格:	46.35元

投资要点:

➤ 坐拥沿江经济带，需求具备支撑

公司坐拥华东腹地、深耕长江经济带，产能分布长江和珠江流域，产能占比接近91%，受益河道运输和沿江经济带发展优势。近年来国内投资增速下行，水泥需求持稳但区域分化加大；公司布局沿江省份投资具备支撑，稳投资政策下、基建补短板支撑沿江市场需求，水泥需求有望稳中向好。

➤ 矿山管制升级，资源价值凸显

我国矿产资源丰富，但区域分布不合理；据估算，安徽省石灰石矿山可供开采年限126年，江苏、贵州、云南、浙江和湖北等省份明显偏小；矿山粗放式开采破坏生态环境、增加安全隐患，政策推动绿色矿山进程加快。绿色矿山整治加剧在产矿山关停、中小产能退出步伐，公司30亿储备矿山资源价值有待重估。丰富的矿山资源增加骨料扩张优势，矿山整治提升骨料盈利水平，我们估算公司2020年骨料业务新增业绩贡献有望超10%。

➤ 供给收缩新常态，海螺有望再受益

近年来，错峰生产逐渐成为行业常态化政策，“弃量保价”共识下错峰已成为行业上下联动共同意志；环保严禁一刀切政策下错峰差异化落地，排污绩效标杆企业可不予停产增强龙头公司竞争力，排放趋严下海螺凭借技术和资金优势有望受益中小产能差异化错峰带来的供给缺口。常态化的供给收缩增强熟料资源价值，低库存提升龙头熟料价格和外销管控力度，定价权和发展权向龙头聚集增强公司下游布局优势，一体化龙头有望启航。

➤ 推荐逻辑

我们认为，供给收缩常态下行业景气有望延续，公司盈利有望维持，波动有望收窄。预测2018-2020年EPS分别为5.39、5.84和6.39元，采用DDM股利估值模型预计公司合理股价在46.35元左右，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

投资不及预期、供给收缩不及预期、价格不及预期、业务扩张不及预期；

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	55931.90	75310.82	100522.50	106675.50	113395.39
增长率(%)	9.72%	34.65%	33.48%	6.12%	6.30%
EBITDA(百万元)	16854.40	25569.37	43883.56	46417.51	49625.82
净利润(百万元)	8529.92	15543.84	28578.65	30933.47	33851.88
增长率(%)	13.48%	82.23%	83.86%	8.24%	9.43%
EPS(元/股)	1.61	2.93	5.39	5.84	6.39
市盈率(P/E)	21.45	11.77	6.40	5.92	5.41
市净率(P/B)	2.39	2.05	1.67	1.40	1.18
EV/EBITDA	11.55	7.41	3.85	3.14	2.37

数据来源：公司公告，国联证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	5299/4,000
流通A股市值(百万元)	138,120
每股净资产(元)	18.10
资产负债率(%)	20.41
一年内最高/最低(元)	39.88/23.54

一年内股价相对走势



孙会东 分析师

执业证书编号：S0590517080002

电话：0510-82832186

邮箱：sunhd@glsc.com.cn

相关报告

- 《海螺水泥(600585)\建筑材料行业》
《上半年量价齐升彰显龙头发展权》
- 《水泥工业：百年激荡，谁主沉浮》
《建筑材料》
- 《水泥三问三答：从价差探寻行业发展轨迹》
《建筑材料》

正文目录

1.	坐拥沿江经济带，需求具备支撑.....	4
1.1.	坐拥华东腹地，深耕长江经济带.....	4
1.2.	区域差异加大，南北方分化明显.....	5
1.3.	沿江经济活跃，补短板支撑需求.....	6
2.	矿山管制升级，资源价值凸显.....	11
2.1.	我国矿山储量丰富，开采环境问题突出.....	11
2.2.	绿色矿山成为趋势，矿山资源价值凸显.....	13
2.3.	骨料扩张势头加速，新增业务业绩可期.....	14
3.	供给收缩新常态，海螺有望再受益.....	15
3.1.	错峰生产常态化，政策趋向差异化.....	15
3.2.	水泥熟料价差扩大，龙头话语权提升.....	17
4.	推荐逻辑梳理.....	19
4.1.	核心假设.....	19
4.2.	估值分析.....	20
5.	风险提示.....	20

图表目录

图表 1:	安徽省国资委是公司实际控制人.....	4
图表 2:	公司国内熟料产能布局图.....	4
图表 3:	全国水泥熟料龙头产能及市占率.....	5
图表 4:	长江经济带(内)和江浙皖(外)龙头市占率.....	5
图表 5:	全国主要区域 P.O42.5 水泥均价 (元/吨).....	5
图表 6:	全国主要区域 P.O42.5 水泥均价同比增速.....	5
图表 7:	基建投资增速和地产投资增速.....	6
图表 8:	水泥产量及累计同比增速.....	6
图表 9:	北方区域水泥产量累计同比增速.....	6
图表 10:	南方区域水泥产量累计同比增速.....	6
图表 11:	中国卫星夜视图.....	7
图表 12:	长江经济带示意图.....	7
图表 13:	珠江—西江经济带示意图.....	7
图表 14:	2017&2018M1-8 全国各省份固定资产投资完成额累计同比增速.....	8
图表 15:	2017&2018M1-8 全国各省份水泥累计产量同比增速.....	8
图表 16:	基建补短板政策.....	9
图表 17:	国家发改委批复沿江经济带基建项目汇总.....	10
图表 18:	全球水泥需求和城镇化率.....	11
图表 19:	美国城镇化率和水泥需求量.....	11
图表 20:	欧盟水泥需求与城镇化率.....	11
图表 21:	日本水泥需求和城镇化率.....	11
图表 22:	2011 年我国各省份探明石灰岩储量及保障年限.....	12
图表 23:	山东省矿山开采现状及历史遗留情况.....	13
图表 24:	绿色矿山主要政策汇总.....	13
图表 25:	2017 年上市公司采矿权账目价值(亿元).....	14
图表 26:	江浙皖地区产线产能规格占比.....	14
图表 27:	水泥企业进军骨料具备天然优势.....	15
图表 28:	海外龙头各业务 2017 年销量数据.....	15

图表 29: 华新水泥骨料业务经营效益	15
图表 30: 海螺水泥骨料业务贡献业绩趋势	15
图表 31: 沿江地区错峰政策汇总	16
图表 32: 水泥行业排放标准趋势 (mg/m ³)	17
图表 33: 海螺水泥花园式工厂示意图	17
图表 34: 江浙皖熟料库容比呈现分化态势	18
图表 35: 江浙皖水泥库容比维持在较低水平	18
图表 36: 部分城市熟料价格走势 (元/吨)	18
图表 37: 部分城市水泥-熟料价差走势 (元/吨)	18
图表 38: 盈利预测拆分	19
图表 39: 海螺水泥 PE-Band	20
图表 40: AH 股水泥龙头估值对比	20
图表 41: DDM 模型拆分	20
图表 42: 财务预测摘要	21

1. 坐拥沿江经济带，需求具备支撑

1.1. 坐拥华东腹地，深耕长江经济带

安徽海螺水泥股份有限公司（600585.SH、0914.HK）是国内和全球最大的水泥生产企业之一，是上证 50 指数和香港恒生综合指数成分股。公司控股股东为海螺集团，实际控制人为安徽省国资委。

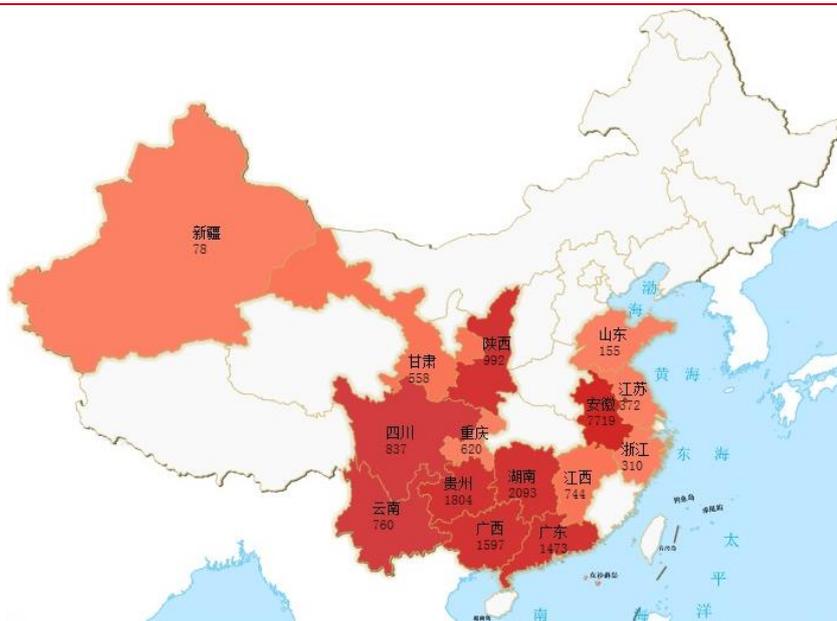
图表 1：安徽省国资委是公司实际控制人



来源：公司公告、国联证券研究所

截止 2018 上半年，公司具备熟料产能 2.48 亿吨、水泥产能 3.44 亿吨、骨料产能 3090 万吨、商品混凝土产能 60 万立方米；国内产能主要布局于华东、中南和西南等长江沿线区域，海外产能分布于印尼、缅甸和柬埔寨等东南亚国家。从总量来看，公司水泥产能位列中国第二和全球第三，产能规模仅次于中国建材和拉法基豪瑞。

图表 2：公司国内熟料产能布局图

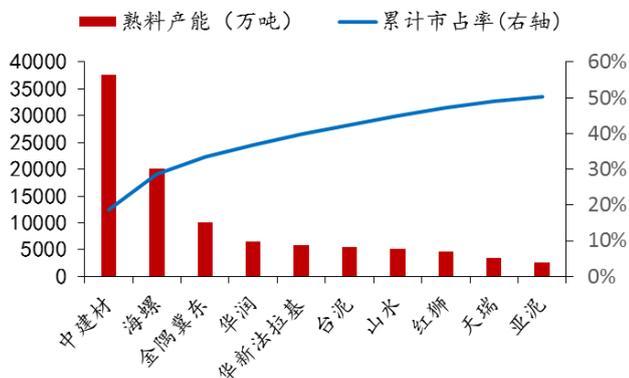


来源：中国水泥网、公司公告、国联证券研究所（注：中国南海诸岛地图省略）

► 深耕长江经济带，水运优势打造行业巨头

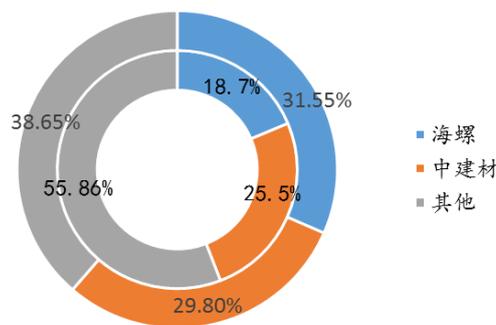
全国产能来看，海螺水泥产能市占率 10%，仅次于中国建材；行业前五大和前十大产能占比约 36%和 50%。区域结构来看，公司产能主要集中在长江经济带沿线的安徽、江苏、浙江、湖南和贵州等省份以及珠江流域的广西、广东，长江经济带产能占公司总产能 76%、两广占比 15%。考虑到水泥运输半径的制约（陆运 200 公里、水运 500 公里），公司长江经济带的布局充分利用航运河道的优势，公司积极打造的“T”型战略深度覆盖长江沿线市场。鉴于公司与中建材旗下南方水泥合资成立销售平台子公司，公司和中建材的产能协同具备深化潜质，我们合计统计公司和中建材的市占率。2017 年，公司和中建材在长江经济带 11 省份市占率合计 44%、华东腹地江浙皖市占率 61%，海螺江浙皖市占率接近 32%，龙头地位稳固。公司坐拥华东腹地、深耕长江经济带，将持续受益长江河道运输优势和经济带沿线省份的发展。

图表 3：全国水泥熟料龙头产能及市占率



来源：中国水泥网、国联证券研究所

图表 4：长江经济带(内)和江浙皖(外)龙头市占率

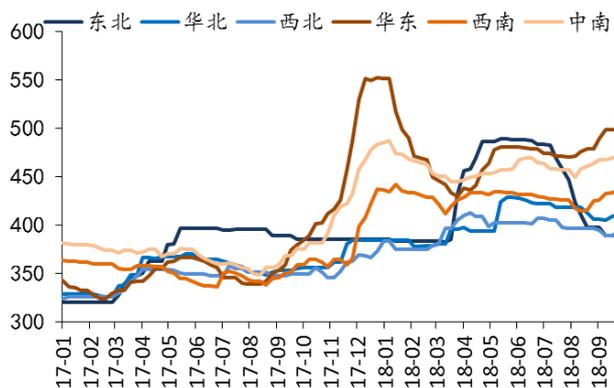


来源：中国水泥网、国联证券研究所

1.2. 区域差异加大，南北方分化明显

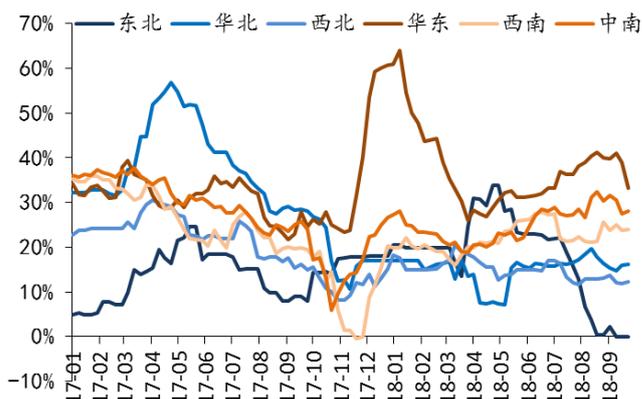
水泥作为短跑产品，区域供需对市场影响较为显著；受供给侧引发的市场结构转变，近年来区域间价格差异愈发明显。按照传统划分方法，全国市场分为东北、华北、西北、华东、中南和西南等区域，华东、西南和中南地区水泥价格大幅领跑其他区域。

图表 5：全国主要区域 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



来源：Wind、国联证券研究所

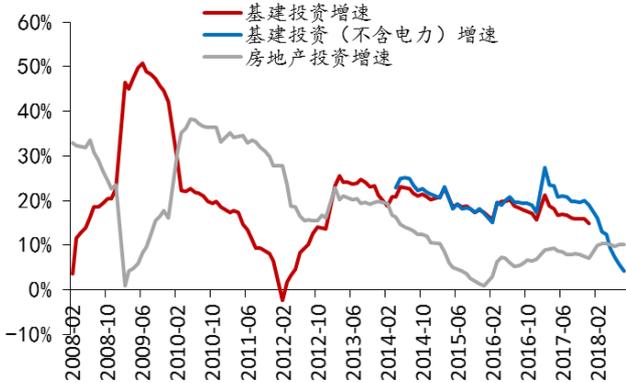
图表 6：全国主要区域 P.O42.5 水泥均价同比增速



来源：Wind、国联证券研究所

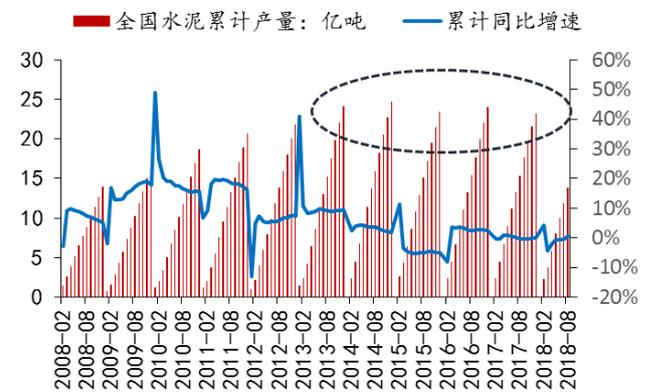
需求端来看，水泥需求与经济发展高度相关，城镇化过程基于市民衣食住行需求，住房和基建投资推动水泥需求增长。2008 年以后，基建和地产投资高速增长带动水泥需求持续提升；伴随着地产和基建投资增速下行，近年来国内水泥需求相对持稳。

图表 7：基建投资增速和地产投资增速



来源：Wind、国联证券研究所

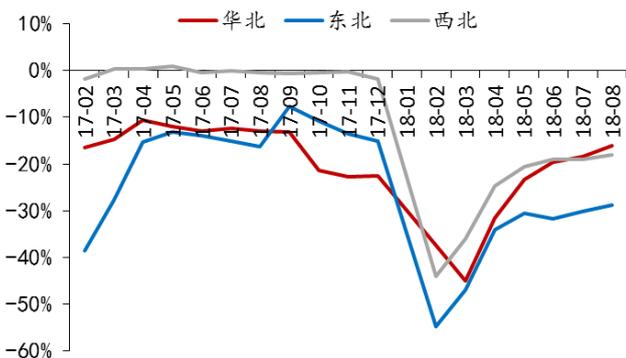
图表 8：水泥产量及累计同比增速



来源：Wind、国联证券研究所

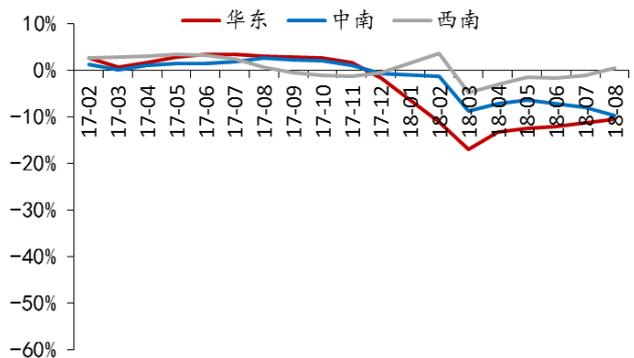
水泥需求分区域来看，北方地区相较华东、中南和西南地区需求下滑较大；供给侧改革对于供需结构量变层级来看，南方供给边际变动相对于需求更大，这也是华东、中南和西南地区价格涨幅较大的主要因素；因此，如何理解区域市场的供需结构转变尤为重要。随着投资端增速放缓，从更微观的角度来看，省份间的需求差异也变得更加明显。细想之下，上述六大区域的划分存在着一些不合理之处，比如华南和华中合并统计并不妥当、华东对于长江中游市场的传导作用并不能够体现出来。因此，如何按照公司产能和运输半径划分区位显得较为重要；从公司的产能布局以及沿江运输半径来看，沿江拆分公司所处市场供需结构较为妥当。

图表 9：北方区域水泥产量累计同比增速



来源：Wind、国联证券研究所

图表 10：南方区域水泥产量累计同比增速



来源：Wind、国联证券研究所

1.3. 沿江经济活跃，补短板支撑需求

➤ 沿江经济活跃，投资拉动水泥需求领跑全国

纵观全球主要经济区域如埃及尼罗河、印度恒河、中国长江三角洲、美国纽约大

湾区等，全球经济发展的重要经验是充分发挥江河湖海的地理位置、自然资源和运输优势，形成沿江经济带和区域经济一体发展。我国经济亦不例外，从卫星夜视图可以看出，国内经济主要集中在沿海和渤海湾、长江经济带、珠江三角洲等沿江区域，其中长江经济带沿线省份人口和 GDP 超过国内 40%。考虑到水泥运输距离的限制和公司产能布局的区位，公司沿江布局的“T”型战略充分受益长江中下游和两广等沿江活跃经济市场流通圈，长江流经济带和珠江—西江经济带产能占比高达 91%，我们以下分析主要集中在长江经济带和珠江-西江经济带的市场需求方面。

图表 11：中国卫星夜视图



来源：百度图片、国联证券研究所

作为全国最发达的经济流域，长江经济带覆盖上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南和贵州等 11 个省市，连通长江三角洲、长江中游和成渝城市群；珠江-西江经济带以广州和南宁为核心，连接广州、佛山、肇庆、云浮和南宁、柳州、梧州、贵港、百色、来宾、崇左等 11 地市，推进两广一体化建设。

图表 12：长江经济带示意图



来源：百度百科、国联证券研究所

图表 13：珠江—西江经济带示意图

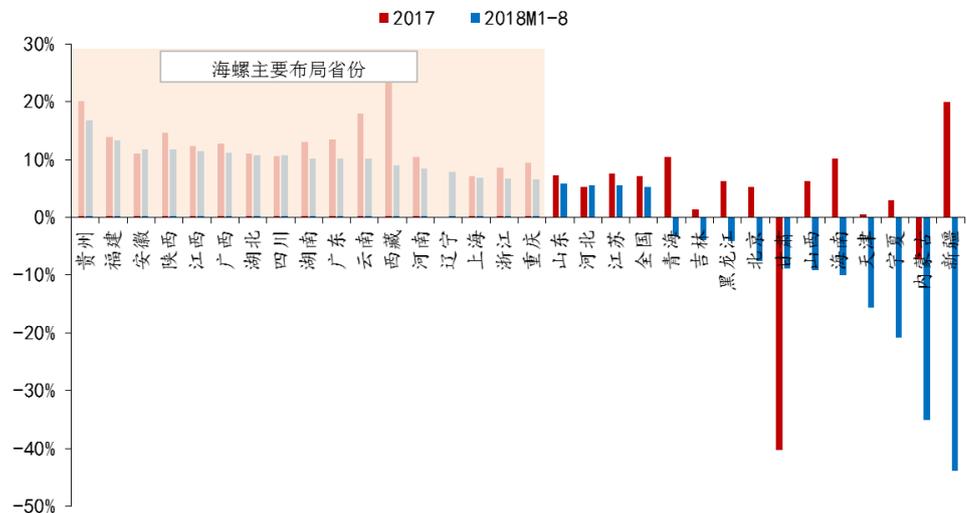


来源：广西新闻网、国联证券研究所

沿江经济带投资活跃，固定资产投资增速保持平稳。2018 年以来，全国固定资产投资增速持续下行削弱水泥整体需求，特别是西北、华北和东北地区增速下滑幅度

较大。2018M1-8，全国固定资产投资累计同比增长 5.3%，增速创近年来新低；但长江经济带、珠江-西江经济带投资增速较高，两大经济带绝大部分省份固定资产投资增速仍保持在 10% 以上。

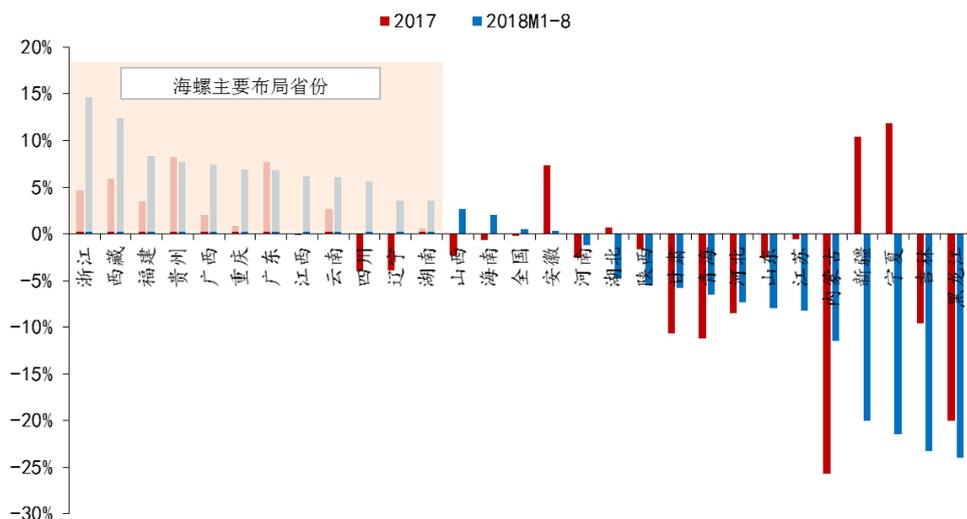
图表 14：2017&2018M1-8 全国各省份固定资产投资完成额累计同比增速



来源：Wind、国联证券研究所

固定资产投资分化促使水泥需求亦呈现区域分化，2018M1-8，全国水泥产量累计同比增长 0.5%，西北和东北地区下滑幅度较大；长江经济带、珠江-西江经济带领域绝大部分省份水泥产量同比保持正增长，其中浙江同比增长接近 15%，沿江经济带中仅湖北和江苏呈现下滑。

图表 15：2017&2018M1-8 全国各省份水泥累计产量同比增速



来源：Wind、国联证券研究所

➤ 稳投资政策转暖，基建补短板有望驱动需求稳增长

2018Q2，国常会和中央经济会议先后确立“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、

稳投资、稳预期”的政策基调，发改委召开《加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资》发布会，推动稳投资和交通领域等基建补短板；财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，加快地方政府债发行进度，支持地方项目融资需求；先后有广东、江苏、青海、山东、贵州、江西、云南等省份发布地方补短板项目和政策推进会，支持基建项目加速落地。

图表 16：基建补短板政策

时间	部门	文件	主要内容
2018.9.26	中共中央、国务院	《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》	坚持乡村全面振兴，推动农村公路、水利、能源、通信等等基础设施建设；到 2020 年，农村基础设施条件持续改善，农村人居环境显著改善
2018.9.18	国家发改委	《加大基础设施等领域补短板力度，稳定有效投资》发布会	精准聚焦短板领域、建立补短板协调机制、推进补短板重大项目储备、加快推进前期工作和项目开工建设、加快落实补短板重点任务，交通领域的补短板将特别关注中西部地区的基建项目
2018.9.7	江苏省政府	《江苏省长江经济带综合立体交通运输走廊规划（2018—2035 年）》	加快推进综合交通网建设，建设综合立体交通运输走廊，基本建成以南京为中心的“米”字型 1.5 小时高铁放射网和全省三纵四横高快速铁路网
2018.8.23	民航局、国家发改委	《民航领域鼓励民间投资项目清单》	发布机场建设、货运物流等领域 28 个项目，预计总投资规模达 1100 亿元。
2018.8.14	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》	加快专项债券发行进度，9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行
2018.7.31	中央政治经济会议		稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，加大基础设施领域补短板力度
2018.7.23	国常会		激发社会活力，推动有效投资稳定增长，
2018.7.9	广东发改委	《供给侧结构性改革补短板重大项目 2018 年投资计划》	在已纳入 2018 年省重点项目计划部分，投资计划涉及 9 大类 18 个项目，投资额超 1.4 万亿元
2018.7.9	青海省政府	关于下达 2018 年全省固定资产投资重点建设项目责任目标的通知	2018 年安排重点项目 190 项，主要涉及水利、交通、能源、信息、城镇基础设施、产业优化升级、生态建设及民生改善等方面，项目总投资 8535 亿元，年度计划完成投资 1800 亿元
2018.6.26	江苏发改委	关于下达补短板重大项目 2018 年投资计划的通知	确保 200 个重大项目完成年度投资 3600 亿元以上，其中基建领域投资额 2224 亿元

来源：政府网站、国联证券研究所

➤ 沿江经济带投资重头戏，基建投资有望推动沿江需求稳中向好

从项目落地方位来看，我们参考国家发改委自 2017 年至今的所有基建批复项目。根据统计，国家发改委批复的 29 个重大基建项目累计投资超过 8000 亿元人民币，其中长江经济带沿线 3462 亿元、珠江—西江经济带沿线 3213 亿元，合计占比超过 80%；其他项目主要集中在华北和西部地区。我们认为，伴随着政策回暖、PPP 清库结束等利好因素，基建补短板有望推动投资端增速止跌回暖；沿江经济带作为国内基建投资重点区域，投资回暖有望带动沿线水泥需求稳中向好，区域内水泥需求不悲观。

图表 17：国家发改委批复沿江经济带基建项目汇总

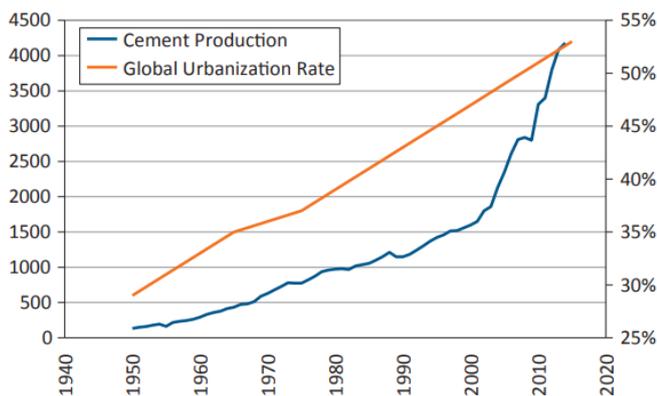
时间	沿江经济带	省份	项目名称	规划投资(亿元)
2017/3/15	珠江—西江经济带	广东	广州城市轨道交通第三期建设规划(2017-2023)	2196
2017/3/15	长江经济带	江苏	溧阳至宁德公路江苏段	33.27
2017/3/15	长江经济带	湖南	长沙城市轨道交通第三期建设规划(2017-2022)	840.13
2017/7/28	长江经济带	贵州	贵州威宁民用机场	18.16
2017/8/9	长江经济带	湖南	湖南湘西民用机场	16.69
2017/8/17	长江经济带	江苏	上海至南通铁路太仓至四团段	368.2
2017/8/17	珠江—西江经济带	广西	广西玉林民用机场	14.88
2017/9/25	长江经济带	安徽	安徽芜湖宣城民用机场	13.99
2017/10/23	长江经济带	江苏	盐城至南通铁路	262.8
2017/11/9	长江经济带	湖南	湖南郴州民用机场	19.56
2017/11/9	长江经济带	湖北	湖北荆州民用机场	11.96
2017/12/18	长江经济带	湖南	常德至益阳至长沙铁路	277.27
2017/12/29	长江经济带	江西	南昌经景德镇至黄山铁路	485.7
2018/1/18	长江经济带	安徽	长江下游芜裕河段航道整治工程	4.73
2018/1/18	长江经济带	湖北	长江干线武汉至安庆段 6 米水深航道整治工程	40.05
2018/1/18	长江经济带	云南	弥勒至蒙自铁路调整	136.2
2018/5/15	珠江—西江经济带	广东	《海峡西岸城市群粤东地区城际铁路网规划》	1002
2018.8.12	长江经济带	江苏	苏州城市轨道交通近期建设规划(2016-2022)	933.2

来源：政府网站、国联证券研究所

➤ 水泥需求中短期出现大规模下滑的可能性较小

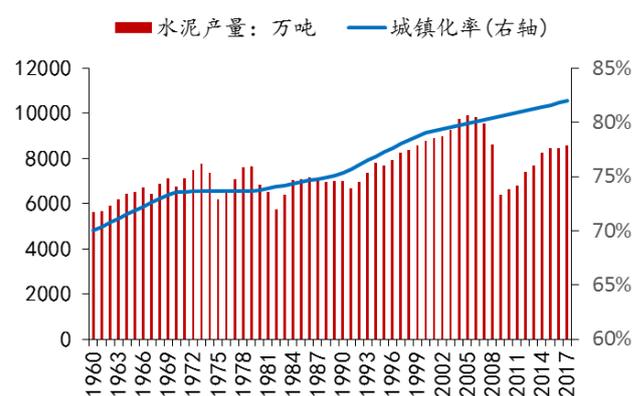
水泥需求与经济发展、城镇化密切相关，国家间的差异较为明显，如何准确预测一直是行业难题。根据我们行业深度报告《水泥工业：百年激荡，谁主沉浮》中所论证，城镇化的过程伴随着市民衣食住行等方面的需求，房屋和市政设施的建设推动水泥需求提升，翻新和改造下水泥需求长期存在。1950 年至今，全球城镇化水平不断提升，水泥需求跟随增长；纵观美日欧台等国家或地区，水泥消耗量亦随着城镇化的推进而增长；根据历史经验，全球主要经济体水泥消耗峰值大约出现在城镇化率 70%-80% 之间，随着城镇化水平的进一步增长以及区域经济的衰退而出现萎缩。因此，我们得出以下结论：(1) 发达经济体水泥需求依赖于经济发展和城镇化推动，美日台欧在城镇化的过程中水泥需求不断增长；(2) 随着城镇化率的抬升，水泥需求上升到某一水平后开启较长时间的下行通道；(3) 较大范围的经济危机对水泥需求存在较大影响；(4) 水泥存在刚性需求，经济增速下行时翻新和改造占比逐步提升，水泥需求下滑到另一个平台后长期保持相对稳定。2013 年至今，我国水泥产量维持在 23-24 亿吨左右；根据海外历史经验，在国内经济不出现大的系统风险情况下，以我国目前 58.52% 的城镇化率水平来看，即使在较为悲观的预期下，国内水泥需求量在中短期出现大规模下滑的可能性也较小。结合考虑国内政策趋稳和沿江投资回暖，我们对沿江经济带水泥需求仍保持乐观，水泥需求大幅下滑可能性较小、平稳波动预期较大。

图表 18: 全球水泥需求和城镇化率



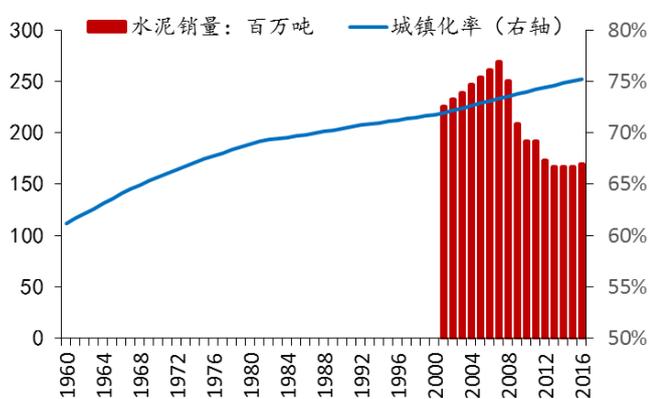
来源: CornerStone、国联证券研究所

图表 19: 美国城镇化率和水泥需求量



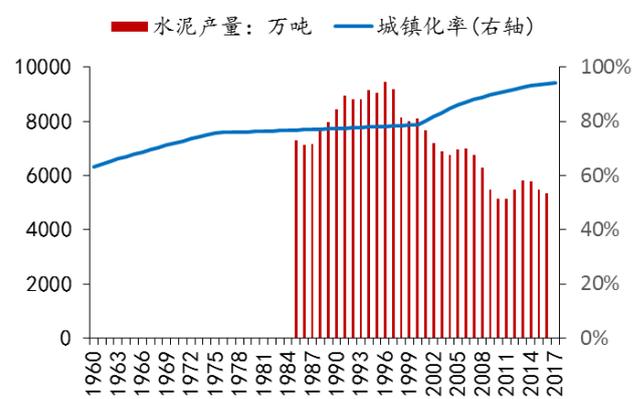
来源: 世界银行、USGS、国联证券研究所

图表 20: 欧盟水泥需求与城镇化率



来源: 世界银行、Cembureau、国联证券研究所

图表 21: 日本水泥需求和城镇化率



来源: 世界银行、日本统计年鉴、国联证券研究所

2. 矿山管制升级，资源价值凸显

2.1. 我国矿山储量丰富，开采环境问题突出

➤ 我国水泥石灰石矿山储量丰富，区域分布不均匀

我国水泥石灰石矿产资源丰富，石灰石矿产储量居世界首位，据预测我国水泥石灰岩矿远景资源量约为 3-4 万亿吨（数据来源：学术论文《中国水泥灰岩矿产分布与资源潜力分析》）。根据自然资源部发布的《中国矿产资源报告 2017》，2016 年，我国探明的水泥用灰岩资源储量 1343.3 亿吨。2015-2017 年，我国年均水泥产量 23.56 亿吨，假定每生产 1 吨水泥熟料需要消耗石灰石矿石 1.3 吨左右，我国已探明的总储量保障年限大约 76.75 年左右（每年消耗石灰石矿山量=23.56/水泥熟料比 1.75*1.3，保障年限=储量/每年消耗量）。具体来看，我国石灰石矿山分布较为不均匀，储量最大省安徽可供开采年限高达 126 年，但部分省份如江苏、贵州可供开采年限仅有 23-24 年，其他长江沿线云南、浙江、湖北等省份储量亦不充沛，石灰石矿山面临枯竭态势；海螺依托长江河道向江苏、浙江等华东以及部分长江中游水泥消耗大省运输熟料资源具有重大战略意义，公司“T”型战略前景广阔。

图表 22：2011 年我国各省份探明石灰岩储量及保障年限

省份	海螺布局	沿江经济带	探明石灰岩储量 亿吨	2015-2017 水泥产量均值 万吨	保障年限 年
北京			5.5	479	156
内蒙古			53.4	5050	142
安徽	是	长江经济带	124.0	13290	126
陕西	是		72.5	7871	124
青海			15.0	1690	119
吉林			24.3	3329	98
辽宁			29.2	4054	97
重庆	是	长江经济带	47.4	6650	96
河北			60.6	9299	88
山东	是		95.2	15518	83
宁夏			11.4	1955	79
甘肃	是		23.7	4469	71
山西			18.2	3555	69
海南			10.8	2222	65
河南			72.9	15703	62
四川	是	长江经济带	60.4	14145	57
广西	是	珠江-西江经济带	48.9	11736	56
新疆	是		16.9	4187	54
湖南	是	长江经济带	45.5	11904	51
江西	是	长江经济带	35.1	9295	51
广东	是	珠江-西江经济带	52.2	15118	46
湖北			38.4	11328	46
福建			26.6	8094	44
天津			2.1	662	42
浙江	是	长江经济带	31.6	11105	38
云南	是	长江经济带	26.6	10521	34
江苏	是	长江经济带	31.3	17778	24
贵州	是	长江经济带	18.3	10672	23
西藏			0.6	576	13

来源：《我国水泥用石灰岩资源格局与利用潜力》、国联证券研究所

➤ 矿山开采不合理，环境问题较为突出

根据选矿技术网站披露的 2015 年《国土资源部通报中国非金属矿工业发展情况》，我国非金属矿工业矿产资源开发与保护统筹不足，资源浪费和破坏现象严重，企业规模“小而散”、生产状况脏乱差现象及其普遍，50%以上企业粉尘排放不达标，先进产能不足 30%，年产量少于 10 万吨小规模企业比例超过 70%。根据山东省国土资源厅在《山东省矿山地质环境保护与治理规划（2018-2025 年）》中的披露，截止 2017 年，山东省生产矿山 1681 处、历史遗留矿山 7991 处，合计占损土地资源 4.28 万公顷。其中，历史遗留矿山主要存在露天开采造成破损山体 and 露天采坑等地形地貌景观破坏、非煤矿山采空区及废弃矿井存在地面塌陷和地裂缝隐患、废弃工业

广场挤占土地资源等问题。纵观山东省矿山开采现状及历史遗留问题，国内其他省份情况矿山环境问题亦不容乐观。

图表 23：山东省矿山开采现状及历史遗留情况

类型	具体指标	数量
1.生产矿山基本情况		
1.1 总体数量：座		1681
	1.1.1 小型矿山占比	67%
	1.1.2 露天矿山占比	64%
1.2 破损统计		
	1.2.1 破损山体：处	665
	1.2.2 露天采坑：处	469
	1.2.3 占损土地资源：万公顷	1.04
2.历史遗留矿山基本情况		
2.1 总体数量：座		7991
	2.1.1 未治理矿山占比	82%
	2.1.2 露天矿山占比	92%
2.2 破损统计		
	2.2.1 破损山体：处	4041
	2.2.2 露天采坑：处	2640
	2.2.3 占损土地资源：万公顷	3.24

来源：山东省国土资源厅、国联证券研究所

2.2.绿色矿山成为趋势，矿山资源价值凸显

2017年5月，国土资源部、财政部、环境保护部、国家质检总局、银监会和证监会联合印发《关于加快建设绿色矿山的实施意见》，加大政策支持力度、加快绿色矿山建设进程，明确新建矿山全部达到绿色矿山建设要求、生产矿山加快改造升级，全国建设50个以上绿色矿业发展示范区，加大矿山生态环境治理力度。目前，广东、河南、山东、河北、广西、贵州和云南等省份先后出台绿色矿山建设规划。我们认为，矿山整治作为“绿水青山”重要一环，随着更多省份推出绿色矿山和矿山整治政策，从源头对水泥行业整体供给收缩产生较为积极的影响。

图表 24：绿色矿山主要政策汇总

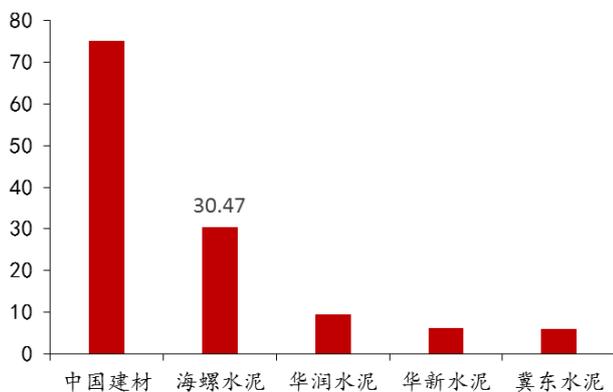
时间	部门	文件	具体内容
2017.5	国土资源部等6部委	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	新建矿山全部达到绿色矿山建设要求，建设50个以上绿色矿业发展示范区，生产矿山加快改造升级
2017.12	广东生国土资源厅	《广东省绿色矿山建设工作方案》	对实行总量调控矿种的开采指标、矿业权投放，符合国家产业政策的，优先向绿色矿山安排
2018.2	河南省国土资源厅、环保厅、安监局	《关于进一步加强露天矿山开发与综合整治工作的通知》	严格建材类露天矿山总量控制，确保露天矿山数量只减不增；严格规模和安全准入，限制小型矿山开发，2020年之前全面退出；新建矿山须为绿色矿山，已设矿山2020年前要全部达到绿色矿山标准

2018.5	山东省国土资源厅	《山东省矿山地质环境保护与治理规划（2018-2025年）》	全面推行绿色矿业政策，到2020年生产矿山地质环境治理率达到60%，全省大中型矿山绿色矿山建成率达到95%以上
2018.7	河北唐山市政府	《关于226家金属非金属矿山企业停产的通告》	全市226家金属非金属矿山企业安全生产许可手续失效或在采矿许可手续有效期内未办理安全生产许可手续予以关停，依法依规办理安全生产许可手续
2018.7	广西国土资源厅	《关于加强广西矿山地质恢复治理通知》	严格执行采矿权数量总量控制，不得超指标设置采矿权，依法打击取缔违法采矿行为，到2020年完成所有存在地质环境问题的采石场综合整治工作
2018.8	贵州省国土资源厅、发改委	《贵州全面推进绿色矿山建设的实施意见》	2018年开始对新设采矿权、技改扩能矿山执行绿色矿山标准建设，2020年底前完成800个以上绿色矿山建设，全省大中型矿山比例达到70%以上
2018.9	河南省国土资源厅	《河南省露天矿山综合整治三年行动计划（2018—2020年）实施方案》	到2020年底，露天矿山全面达到绿色矿山建设标准，开采回采率、选矿回收率、综合利用率和废水、废气、废渣排放达到国家规定标准。
2018.9	云南省政府	《云南省人民政府关于实施安全工程三年行动计划（2018—2020年）的意见》	全面清理环境敏感区、淘汰关闭小型矿山；加快改造升级和整合重组，严控采矿权数量，2020年底非煤矿山总数从4366座减少到3900座以内
2018.10	自然资源部	《非金属矿行业绿色矿山建设规范》	2018年10月1日实施，对矿区环境及绿化、开发方式和资源利用提出规范

来源：政府网站、国联证券研究所

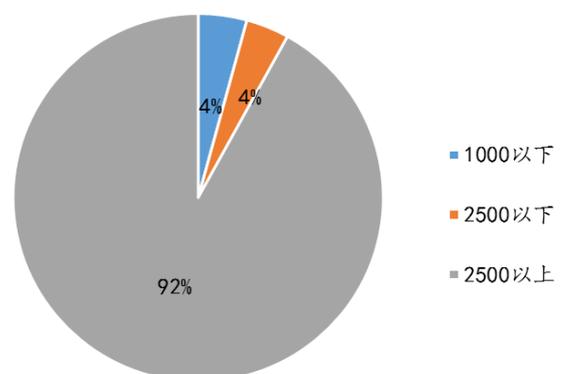
作为全国水泥龙头，海螺水泥深耕全国石灰岩矿山大省安徽，海螺水泥拥有大量矿山资源。2017年底，公司矿山开采权账面价值30.47亿元，仅次于中国建材。一方面受到减量置换政策影响，行业新增产能受限，总产能规模只减不增；另一方面，绿色矿山整治加快矿山开采收紧步伐，在产矿山面临关停、可采矿山总量受限逐步显现；中小产能退出步伐有望进一步加快，龙头公司矿山资源价值有待重估。

图表 25：2017 年上市公司采矿权账目价值(亿元)



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 26：江浙皖地区产线产能规格占比



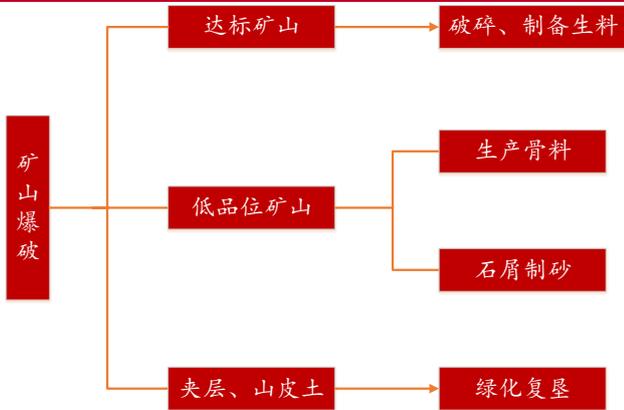
来源：中国水泥网、国联证券研究所

2.3. 骨料扩张势头加速，新增业务业绩可期

2018年，国内矿山资源整治进展加速，全国各地砂石价格大幅抬升。水泥龙头

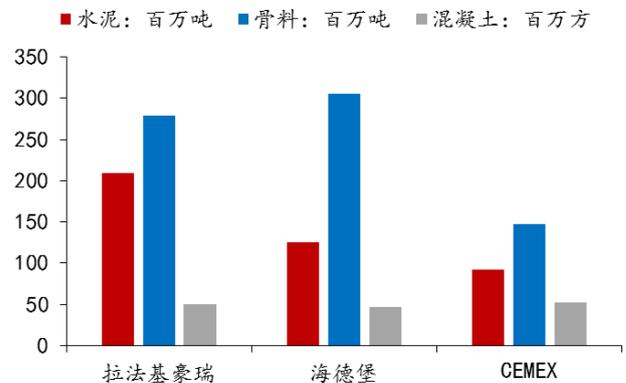
自备矿山资源，整个矿岩均可作为骨料原料，因此水泥企业进军骨料市场具备天然优势。纵观全球水泥龙头，拉法基豪瑞、海德堡和 CEMEX 深度布局水泥-骨料产业链，显示出骨料业务盈利举足轻重的地位。

图表 27：水泥企业进军骨料具备天然优势



来源：《石灰石的资源节约与综合利用》、国联证券研究所

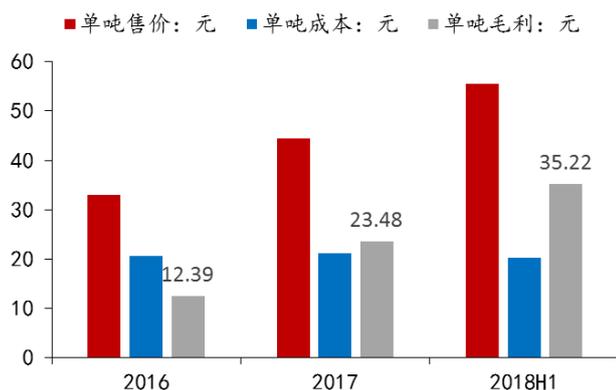
图表 28：海外龙头各业务 2017 年销量数据



来源：公司公告、国联证券研究所（注：CEMEX 采用产能数据）

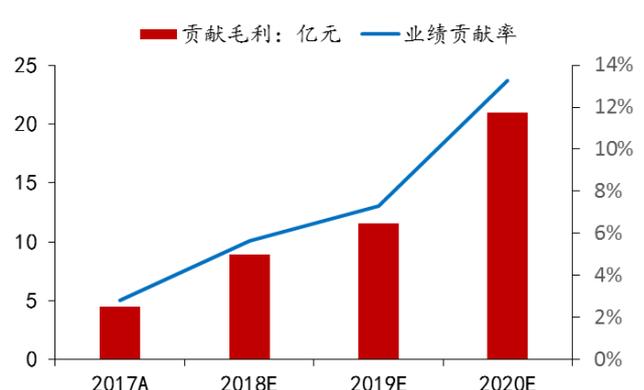
对标华新水泥骨料业绩近年来盈利趋势，矿山整治快速抬升骨料价格，破碎成本基本保持不变的情况下单吨毛利大幅提升。2017 年，海螺加快骨料布局进程，计划骨料产能 2018 年接近 4000 万-4500 万吨，2019 年底达到 5000 万-6000 万吨，2020 年实现 1 亿吨骨料产能。2018H1，海螺骨料毛利率 71%，超过华新 64% 的水平。谨慎预估下我们假定海螺骨料业务单吨毛利对标华新 35 元、骨料综合产能利用率 60%，采用 2017 年公司毛利基数情况下，公司骨料业务 2020 年新增贡献毛利近 21 亿，新增业绩贡献超过 10%。

图表 29：华新水泥骨料业务经营效益



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 30：海螺水泥骨料业务贡献业绩趋势



来源：公司公告、国联证券研究所

3. 供给收缩新常态，海螺有望再受益

3.1. 错峰生产常态化，政策趋向差异化

2016 年起，水泥行业错峰生产逐步成为行业常态运行惯例；2017 年，京津冀及

周边区域“2+26”城市采暖季全面错峰政策推动全国错峰政策常态化。据我们统计,受到冬季空气污染攻坚因素,全国 28 个省市先后出台错峰生产政策,错峰政策从范围、力度和时长均呈现加码态势;考虑到“弃量保价”的行业新共识,错峰生产已由上到下的政策驱动发展成为上下联动的共同意志,错峰政策开启常态化运作。

图表 31: 沿江地区错峰政策汇总

省份	2016 年	2017 年	2018 年
江苏	2016 年 10 月至 12 月, 苏南固化停窑 20%, 执行不力。	南京在 5.17-5.22 期间停窑; 熟料线于 6.24-7.30 停窑 20 天。	南京各水泥生产企业在 6 月 10 日-7 月 31 日进行停产。
浙江		1.10-2.15 停窑 45 天; 2017/11/9-12.31, 停止生产 30 天。	
安徽	2016 年 10 月 10 日至 11 月 10 日, 每条熟料线停窑 6 天, 执行尚可。	1-3 月环巢湖停窑限产 50%; 10-12 月铜陵地超常规天气限产 30%; 9 月 15 日至年底, 超常规限产 30%	马鞍山 3.26-3.31 限产 30%或错峰生产。芜湖在 9.5-9.11 限产 50%, 在 6.25-6.30 停产;
江西		6 月 1 日-8 月 20 日前全省平均每条窑线停 10 天; 2017/12/20-12/24 实施错峰停产。	2018-2020 年错峰不少于 55 天, 春节不少于 35 天;
湖北	2016/8/1, 鄂东地区每条熟料线停窑 12-15 天。	2017 年湖北水泥企业计划停窑 100-110 天。	全省 59 条生产线, 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		全市水泥产线全年停窑错峰不少于 100 天, 错峰生产主要安排在冬春、夏季或环境敏感时段进行。	对 56 家水泥企业分别停窑 17-90 天不等。共计停窑 2696 天。
广东	2016/8/1, 每条熟料线停 5 天。	1 月-4 月, 每条熟料线停窑检修 20 天, 其中春节期间集中停窑 10 天; 6 月-8 月, 每条窑线停窑检修 10 天	全年计划错峰生产停窑 40 天/窑, 2 月 1 日至 4 月 30 日错峰 20 天; 5 月 1 日至 9 月 30 日错峰 20 天
广西	2016 年 7-9 月, 每条熟料线停 12 天。	1 月-4 月, 每条熟料线停窑检修 20 天, 其中春节期间集中停窑 10 天。	
重庆	每条熟料线每月限产 10 天, 8-9 月合计限产 20 天; 10 月每条熟料线停窑 10 天, 11-12 月每条熟料线合计停窑 10 天。	1 月-3 月主城区错峰 40 天, 其余 30 天; 6 月错峰 10 天; 下半年错峰 55-70 天; 11 月-12 月, 重点区域错峰 25 天, 一般区域错峰 20 天	全市 48 条水泥产线全部实行错峰生产, 总计错峰生产停窑 4825 天, 平均每条停窑 96.5 天
四川	每条熟料线每月限产 10 天, 8-9 月合计 20 天; 10 月停窑 10 天, 11-12 月每条熟料线合计停窑 10 天。	1 月-2 月错峰 25 天; 6 月停窑 10 天; 7 月-8 月停产 15 天; 采暖季不少于 50 天, 全年不少于 100 天	全年错峰不少于 110 天, 6-8 月错峰不少于 30 天
贵州	4 月至 12 月, 每个季度每条熟料线停窑限产 30 天; 10 月至 12 月, 黔中每月停窑限产 30 天。	冬春季和高温、雨季开展错峰生产, 错峰生产每年累计不少于 120 天。冬春季错峰生产 30-45 天。	黔中 9 月至 11 月累计不少于 30 天, 11 月 15 日以前为第二阶段错峰停窑时间不少于 15 天/条

来源: 中国水泥网、国联证券研究所

➤ 错峰政策趋向差异化, 龙头企业率先受益

2018 年 9 月底, 生态环境部、发改委等 12 部委及京津冀周边 6 省市联合印发《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》, 严禁

错峰生产政策一刀切；《方案》给予地方政府更大的灵活性，可根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果适当缩短或延长错峰生产时间，对行业污染排放绩效水平明显好于同行业其他企业的环保标杆企业，可不予限产。随后，唐山和邢台先后发布的错峰政策中均实施差异化政策，唐山规定达到《关于建立重点行业超低排放(深度治理)示范引领制度的通知》排放要求的水泥企业可以生产。

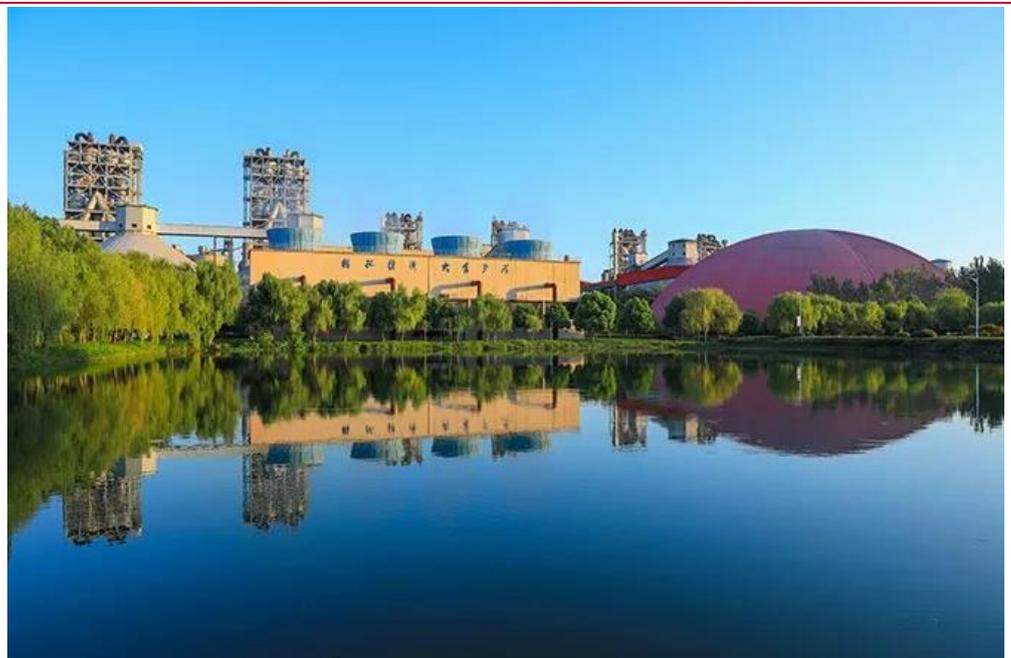
图表 32：水泥行业排放标准趋势 (mg/m3)

主要标准要求汇总	NO	SO	颗粒物
普通国标(2013)	400	200	30
大气污染特别排放限值	320	100	20
大气污染超低排放标准	100	50	10

来源：新闻资料、国联证券研究所

作为行业标杆，海螺坚持 NOX 排放的技术研发与设备投入；2017 年，海螺集团投入节能环保改造资金 7 亿元，下属子公司所有生产线均已完成低氮燃烧+SNCR 脱硝治理以及电收尘器升级改造，并已有 20 条产线陆续完成脱硫技术改造，各项排放物指标均达到或优于国家标准。2018 年 1 月，芜湖海螺率先启动 6 条湿法脱硫工程，二氧化硫排放浓度可有效控制在 50 毫克/立方米以内，达到超低排放标准。超低排放的实施增加水泥企业资金支撑和技术要求，海螺凭借技术优势和资金优势影响不大，但中小产能面临差异化错峰和环保不达标关停的风险增加，海螺差异化优势凸显。

图表 33：海螺水泥花园式工厂示意图



来源：公司官网、国联证券研究所

3.2. 水泥熟料价差扩大，龙头话语权提升

根据我们行业深度报告《水泥三问三答：从价差探寻行业发展轨迹》中的论述，

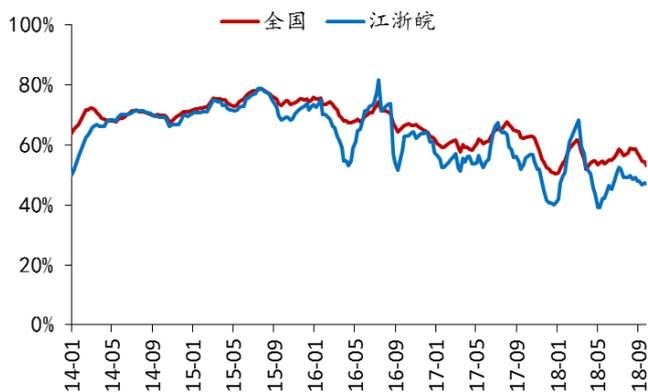
错峰生产和矿山整治压缩熟料在产产能。从熟料和水泥行业的供给格局来看，全国3600余家水泥企业中具备熟料产能的仅占比33%，绝大部分水泥企业是下游粉磨站企业，又以中小粉磨站和民营企业为主。中小型粉磨站比重过高，熟料供给短缺时下游竞争激烈在所难免。2017年至今，江浙皖下游需求持稳情况下熟料库容比、水泥库容比与全国均值呈现分化态势，库容比维持在40%-50%左右的库存低位，熟料库容相对更低。较低的库存规模提升海螺等熟料龙头对于熟料价格和外销的管控能力，熟料龙头话语权提升。

图表 34：江浙皖熟料库容比呈现分化态势



来源：中国水泥网、国联证券研究所

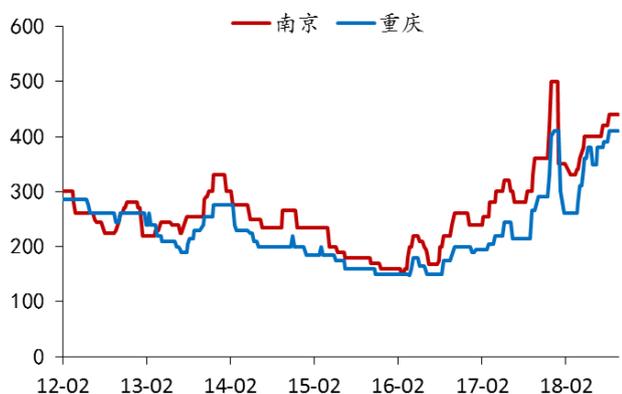
图表 35：江浙皖水泥库容比维持在较低水平



来源：数字水泥网、国联证券研究所

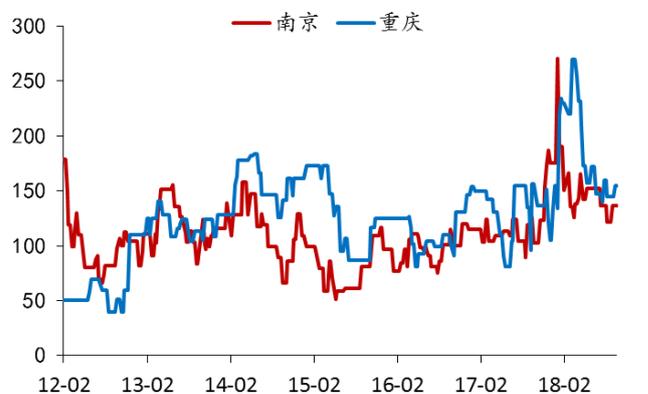
熟料库容规模的下降提升龙头企业对熟料价格的管控能力，年初熟料价格大幅波动亦可佐证这一趋势。根据我们提出的水泥-熟料价差理论，基于进口熟料的扰动因素，长三角地区水泥-熟料价差中枢上移削弱进口熟料价格优势，海螺等行业龙头基于熟料产能的行业护城河的构建加快定价权和发展权向上游龙头企业聚集，行业市占率提升步伐有望加快，毛利更高、更加贴近下游客户的骨料和混凝土业务将成为发展的主战场，特别是华东和中南地区旺季熟料资源紧缺情况下，打造熟料-水泥-骨料-混凝土完备的产业链有利于向下游提供质量可靠、货源稳定的建安原料。

图表 36：部分城市熟料价格走势（元/吨）



来源：数字水泥网、国联证券研究所

图表 37：部分城市水泥-熟料价差走势（元/吨）



来源：数字水泥网、国联证券研究所

4. 推荐逻辑梳理

4.1. 核心假设

本文从公司区位优势、产能优势等资源禀赋谈起，深入研究矿山整治和错峰新常态对于公司发展产生的影响。综合来看，我们认为：

(1) 公司深度布局长江经济带和珠江-西江经济带，下游需求具备支撑；纵观全球水泥市场发展历程，中短期需求大规模下滑的可能性较小，需求整体持稳概率较大；

(2) 我国矿山资源丰富，海螺安徽熟料产能充分利用长江河道优势战略布局江苏、浙江等长三角及中游水泥消耗大省。矿山资源破坏加速绿色矿山的实施，在产矿山面临关停、可采矿山总量受限逐步显现，中小产能退出步伐有望进一步加快，海螺大量自备矿山价值有待重估；

(3) 空气污染治理攻坚延续错峰范围、力度和时长，错峰上下联动的共同意识下政策有望常态化实施；政策“一刀切”有望扭转，环京津冀联合方案给予地方政府更大的灵活性，唐山和邢台错峰差异化允许达标企业继续生产；行业标杆海螺凭借技术优势和资金优质受错峰影响有望缩小，受益中小产能差异化错峰带来的供给缺口。

(4) 错峰政策的延续增强熟料产能的资源价值，库容持续维持低位下龙头公司提升对熟料价格和外销的管控力度，话语权的增强加速定价权和发展权向上游龙头企业聚集，海螺等龙头企业下游一体化具备优势，水泥和骨料销量有望稳步提升。

基于以上结论，我们假设 2018-2020 年公司水泥销量均价 320、325 和 330 元/吨；新增骨料业务假设销量 2550、3300 和 6000 万吨，谨慎估计骨料单吨毛利分别为 35、40 和 45 元/吨，以此推算公司 2018-2020 年毛利上修至 467、500 和 538 亿元；净利润上修至 286 亿元、309 亿元和 339 亿元，对应 EPS 分别为 5.39、5.84 和 6.39 元。

图表 38：盈利预测拆分

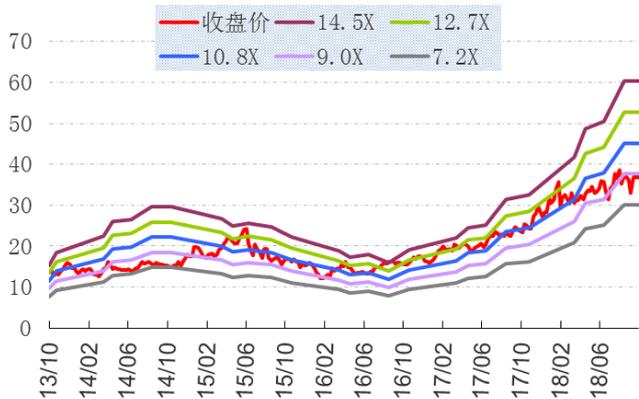
主要指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
水泥销量：亿吨	2.56	2.77	2.95	3.10	3.22	3.32
水泥均价：元/吨	193	197	247	320	325	330
水泥成本：元/吨	139	132	160	172	174	176
骨料销量：万吨				2550	3300	6000
骨料均价：元/吨				55	60	65
骨料成本：元/吨				20	20	20
营收合计：亿元	497	548	736	1005	1067	1134
成本合计：亿元	358	368	474	538	567	596
毛利：亿元	140	180	262	467	500	538
毛利率	28.08%	32.85%	35.59%	46.49%	46.84%	47.44%

来源：国联证券研究所

4.2. 估值分析

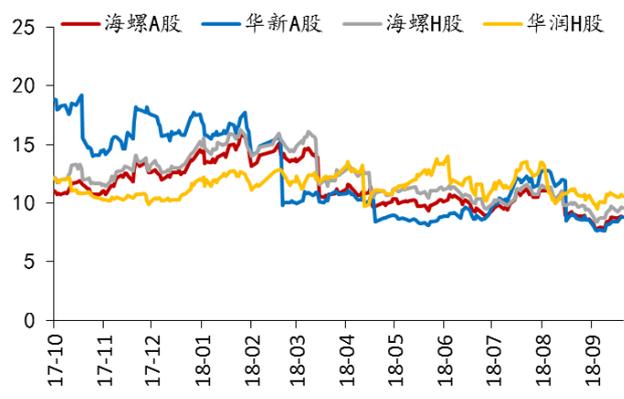
2016 年至今，随着行业景气抬升，公司盈利能力不断提升，海螺 PE 中枢从 10.8 倍下滑至 8 倍左右。对标海外龙头估值，公司估值长期低于海螺 H 股。

图表 39：海螺水泥 PE-Band



来源：Wind、国联证券研究所

图表 40：AH 股水泥龙头 PE-TTM 对比



来源：Wind、国联证券研究所

我们认为，随着行业供需格局持续向好，行业景气度有望高点波动；公司骨料业务完全投产后，公司盈利波动有望收窄。考虑到 2018H1 公司 ROE 达到 14%，全年有望达到 26%；资产负债率持续回落，公司业务逐渐向现金牛转变，基于此我们采用 DDM 股利模型，在无风险利率情况下公司每股价值在 46.35 元左右。

图表 41：DDM 模型拆分

DDM 模型	18.10.8	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
股利		8,534.32	9,237.53	10,109.0	10,109.0	10,109.0	10,109.0
Ke		10.39%	10.39%	10.39%	10.39%	3.44%	3.44%
现值系数		0.9780	0.8860	0.8025	0.7270	0.7028	0.6794
股利现值	45,966	8,346.83	8,184.03	8,112.97	7,349.18	7,104.77	6,868.50
永续价值(残值)现值	199,666						
股利现值合计	245,632						
总股本(万股)	529,930						
每股价值(元)	46.35						

来源：国联证券研究所

5. 风险提示

- (1) 固定资产投资不及预期；
- (2) 矿山管制、错峰生产等供给收缩不及预期；
- (3) 水泥价格不及预期；
- (4) 骨料业务扩张不及预期；

图表 42：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	13038.19	19969.09	45531.43	70665.74	100982.6	营业收入	55931.9	75310.8	100522.5	106675.5	113395.3
应收账款+票据	7904.61	15119.07	15612.21	17000.14	17666.58	营业成本	37769.9	48887.7	53787.00	56712.36	59597.54
预付账款	581.05	801.89	719.64	884.64	801.26	营业税金及附	672.45	946.99	1295.39	1374.68	1461.28
存货	4548.53	4705.20	5475.89	5258.93	6022.02	营业费用	3276.41	3571.93	3686.03	3865.68	4313.45
其他	659.27	405.69	405.69	405.69	405.69	管理费用	3143.60	3459.69	3717.00	4026.75	4313.45
流动资产合计	26731.65	41003.25	67747.17	94217.45	125880.5	财务费用	336.86	215.62	-191.33	-461.89	-877.77
长期股权投资	3315.43	2790.76	2790.76	2790.76	2790.76	资产减值损失	377.85	-0.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	62278.02	59667.63	54901.48	50135.32	48878.20	公允价值变动	6.39	2.31	0.00	0.00	0.00
在建工程	2571.95	3693.72	3693.72	3693.72	0.00	投资净收益	-96.91	120.06	0.00	0.00	0.00
无形资产	7497.70	7976.13	7780.56	7584.99	7389.43	其他	0.00	0.00	415.00	420.00	430.00
其他非流动资产	3927.14	1383.67	1378.91	1374.15	1369.39	营业利润	10264.2	18351.2	38643.42	41577.92	45017.43
非流动资产合计	79590.24	75511.91	70545.43	65578.95	60427.78	营业外净收益	1388.95	2310.08	335.00	335.00	335.00
资产总计	106321.8	116515.1	138292.6	159796.4	186308.3	利润总额	11653.2	20661.3	38978.42	41912.92	45352.43
短期借款	1275.21	934.81	0.00	0.00	0.00	所得税	2702.56	4543.42	9639.98	10176.85	10659.39
应付账款+票据	4379.28	4986.28	6194.52	5594.38	6794.27	净利润	8950.64	16117.9	29338.44	31736.07	34693.04
其他	8925.52	10271.02	10970.91	10576.31	11304.32	少数股东损益	420.73	574.06	759.79	802.59	841.16
流动负债合计	14580.01	16192.11	17165.43	16170.69	18098.59	归属于母公司	8529.92	15543.8	28578.65	30933.47	33851.88
长期带息负债	11443.11	8358.94	8358.94	8358.94	8358.94						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	11443.11	8358.94	8358.94	8358.94	8358.94						
负债合计	26023.12	24551.05	25524.37	24529.63	26457.53						
少数股东权益	3689.85	2557.81	3317.60	4120.20	4961.36						
股本	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30						
资本公积	10684.32	10576.32	10576.32	10576.32	10576.32						
留存收益	60625.30	73530.67	93575.00	115270.9	139013.7						
股东权益合计	80298.77	91964.11	112768.2	135266.7	159850.7						
负债和股东权益总	106321.8	116515.1	138292.6	159796.4	186308.3						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	8495.25	14365.71	29086.29	31482.41	34436.78
折旧摊销	4752.71	4833.18	4966.48	4966.48	5151.17
财务费用	369.89	202.94	-61.33	-461.89	-877.77
存货减少	-240.60	-139.54	-770.69	216.97	-763.09
营运资金变动	-466.42	-1714.31	1497.24	-2547.67	1344.85
其它	174.30	-44.20	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	13085.13	17503.78	34717.98	33656.29	39291.93
资本支出	4981.50	3656.14	0.00	0.00	0.00
长期投资	16436.55	45555.87	0.00	0.00	0.00
其他	16865.80	44009.35	252.15	253.66	256.26
投资活动现金流	-4552.25	-5202.65	252.15	253.66	256.26
债权融资	-3538.39	-2124.29	-934.81	0.00	0.00
股权融资	65.06	175.50	0.00	0.00	0.00
其他	-3677.62	-5550.82	-8472.98	-8775.64	-9231.26
筹资活动现金流	-7150.95	-7499.61	-9407.79	-8775.64	-9231.26
现金净增加额	1402.91	4770.11	25562.34	25134.31	30316.93

主要财务比					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.72%	34.65%	33.48%	6.12%	6.30%
EBIT	14.65%	71.35%	87.68%	6.51%	7.29%
EBITDA	12.25%	51.71%	71.63%	5.77%	6.91%
归属于母公司	-31.63%	82.23%	83.86%	8.24%	9.43%
获利能力					
毛利率	32.47%	35.09%	46.49%	46.84%	47.44%
净利率	16.00%	21.40%	29.19%	29.75%	30.59%
ROE	11.13%	17.39%	26.11%	23.59%	21.86%
ROIC	10.73%	17.99%	30.29%	32.69%	35.99%
偿债能力					
资产负债	24.48%	21.07%	18.46%	15.35%	14.20%
流动比率	1.83	2.53	3.95	5.83	6.96
速动比率	1.48	2.22	3.60	5.48	6.60
营运能力					
应收账款周转	7.81	6.18	7.37	7.75	7.38
存货周转率	8.30	10.39	9.82	10.78	9.90
总资产周转率	0.53	0.65	0.73	0.67	0.61
每股指标 (元)					
每股收益	1.61	2.93	5.39	5.84	6.39
每股经营现金	2.47	3.30	6.55	6.35	7.41
每股净资产	14.46	16.87	20.65	24.75	29.23
估值比率					
市盈率	21.45	11.77	6.40	5.92	5.41
市净率	2.39	2.05	1.67	1.40	1.18
EV/EBITDA	11.55	7.41	3.85	3.14	2.37
EV/EBIT	16.08	9.14	4.34	3.51	2.64

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

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

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

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

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810