

建筑材料

砂石骨料行业探秘
——“熟料资源化”系列专题

评级：增持（维持）

分析师：张琰

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

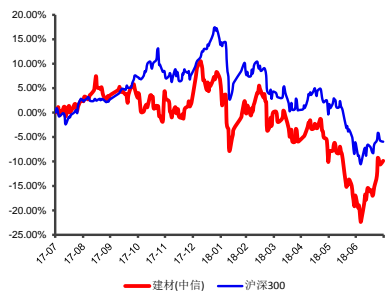
研究助理：孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(百万元)	876771.967
行业流通市值(百万元)	665760.618

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E		
海螺水泥	36.27	1.61	2.99	5.66	5.10	22.5	12.1	6.4	7.1		买入
华新水泥	20.64	0.69	1.39	3.46	3.38	29.9	14.8	6.0	6.1		增持
中国建材	6.30	0.20	0.60	1.40	1.50	31.5	10.5	4.5	4.2		增持

备注：中国建材按港元计算

投资要点

- 为了总结近年水泥行业发生的重要变化，我们在 2018 年提出了“熟料资源化”概念，即随着政府对环保与可持续发展的权重愈发提升，上游原材料（石灰石矿山）供给逐渐收紧，导致水泥行业中有窑企业与粉磨站之间、有矿企业和无矿企业之间的生产成本开始出现明显差异；行业的成本曲线出现异化。而与此伴生的则是原材料矿山的衍生产品——砂石、骨料等的价格出现更为大幅的上涨。众多相关产业链企业纷纷借助自身优势，将产业布局进行延伸，扩张砂石骨料产能，以期打造更多的自身盈利点。由于 A 股并无砂石骨料专门的上市公司，因而市场对这一领域的研究并不完善。我们将在本文中介绍骨料的市场空间、定价模式、发展现状以及行业未来的发展方向；以期进一步完善水泥行业产业链条的研究框架。
- 骨料行业市场空间较大，而集中度极低。骨料主要是混凝土的原材料，据中国砂石协会统计，我国 2017 年砂石用量达到 184 亿吨，而 2018 年的用量有望接近 200 亿吨，以每吨 50 元计算，行业总产值近万亿。然而由于历史上的粗放发展模式，行业年产量超过 500 万吨规模以上的大型矿山企业仅仅占 12%，年产量在 50 万吨规模以下的小型矿山企业占 63%，集中度非常低。
- “绿水青山就是金山银山”，未来砂石骨料开采行业的集中化、大型化是必然趋势；而从定价模式看，砂石骨料短腿属性奠定高毛利基因，集中化趋势有望使得这一特性凸显。砂石骨料由于自身价值量低，价格对于运距和市场供应主体数量相对敏感，其实是具备高毛利基因的；历史上看由于定价主体分散、产能偏小且原材料价值低廉，业态极差；而随着原材料管控趋严、矿山的大型化趋势不可逆转，定价主体将逐渐向行业龙头企业集中；而矿山开采的环保、生态标准提高将促进行业整体门槛的抬升。产品的综合成本、附加价值提升将提高砂石骨料的毛利水平。
- 投资建议：龙头水泥企业具备天然布局砂石骨料行业的优势，大企业跑步入场，砂石骨料未来将成为企业盈利的重要增长极。我们认为，未来砂石骨料行业将成为很多水泥企业拓展盈利链条的重要方向，而水泥龙头企业在砂石骨料领域具备天然竞争优势：1) 天然资源禀赋优势 2) 资金优势 3) 资源综合利用优势 4) 共用渠道优势。水泥龙头企业未来将成为砂石行业大型化、集中化、绿色化趋势中非常重要的一股竞争力量；而海螺水泥、中国建材、华新水泥等企业未来也将通过砂石骨料业务的扩展，进一步拓展上下游，打造新的盈利一极。
- 风险提示：宏观经济风险、供给侧约束退出

内容目录

砂石骨料概况	- 3 -
骨料行业概况.....	- 3 -
骨料市场空间与格局	- 4 -
骨料具备高毛利基因，矿山集中化趋势使其逐步显性	- 6 -
矿山资源化促使骨料行业向正规化发展.....	- 6 -
超级短腿构筑的地域壁垒决定了骨料的具备高毛利率的基因	- 6 -
矿山数量减少与运费提高不可逆，骨料高毛利率持续性可期.....	- 8 -
水泥企业布局骨料存天然优势，龙头企业跑步入场	- 9 -
水泥企业布局骨料存在资源、资金、客户、综合利用四大优势	- 9 -
华新水泥：骨料利润贡献对公司业绩提升弹性大	- 10 -
海螺水泥：“T型”战略布局为骨料奠定低成本基础.....	- 11 -
投资建议.....	- 12 -
风险提示.....	- 12 -

图表目录

图表 1: 粗骨料	- 3 -
图表 2: 细骨料	- 3 -
图表 3: 机制砂和天然砂使用比率	- 4 -
图表 4: 天然骨料和机制骨料区别	- 4 -
图表 5: 我国骨料市场规模.....	- 4 -
图表 6: 大中小矿山数量占比.....	- 5 -
图表 7: 各地陆续出台矿山规范整治文件	- 7 -
图表 8: 上海骨料价格.....	- 8 -
图表 9: 山东骨料价格.....	- 8 -
图表 10: 浙江省砂石骨料开发布局文件内容梳理	- 8 -
图表 11: 资源、资金、客户、综合利用四大优势.....	- 10 -
图表 12: 华新水泥骨料毛利率	- 10 -
图表 13: 华新水泥骨料收入与成本	- 10 -
图表 14: 华新水泥骨料规划产能（万吨/年）	- 11 -
图表 15: 海螺水泥骨料收入与成本.....	- 11 -
图表 16: 海螺水泥骨料毛利率	- 11 -

砂石骨料概况

骨料行业概况

- 骨料即砂石，骨料可以分为粗骨料和细骨料两种，粗骨料称为碎石，粒径在 5~150mm 之间；细骨料称为砂，粒径在 0~5mm 之间。为了便于在混凝土拌制过程中调整骨料级配，以及减少其在存储转运等过程中发生分离，一般把粗骨料分为 150~80mm、80~40mm、40~20mm 和 20~5mm 四个等级，分别称为特大石、大石、中石和小石。
- ✓ **粗骨料的主要特性与要求：**粗骨料的理性一般要求比较饱满、方圆，因为针状或者片状的骨料会对混凝土结构不利；粗骨料外观要求干净，表面不含泥和石粉；
- ✓ **细骨料的主要特性与要求：**细骨料的含水率和表面含水率需要关注，主要用于调整拌制混凝土时水的用量；细数模度影响了砂自身的孔隙率，合理的细数模度可以实现细粒填充中粒空隙，细粒、中粒填充粗粒空隙，从而降低孔隙率；0.08mm 以下的颗粒在人工细骨料中称微粒物料含量，根据工程的具体要求将其作为控制指标，例如微粒物料适当偏高对碾压混凝土施工有利，浇筑抗冲击耐磨混凝土等特殊混凝土时微粒物料含量不宜过高。

图表 1: 粗骨料图示



来源：筑路机械与施工机械化网，中泰证券研究所

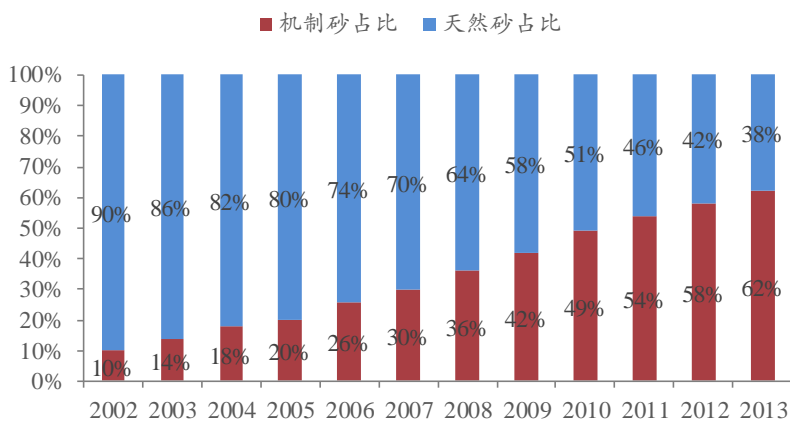
图表 2: 细骨料图示



来源：造价通，中泰证券研究所

- 按照骨料的来源不同，可以分为天然骨料和机制骨料。通常人们把通过江河湖海采集的砂石统称为天然砂石，是一种自然资源；而通过矿山开采利用制砂机的出产的砂石成为机制骨料。在我国，由于 21 世纪大规模基建和地产的需求使得砂石骨料的需求大幅增加，天然骨料作为一种短时间内不可再生资源，无法满足日益增长的需求，机制骨料市场份额逐步扩大。

图表 3: 机制砂和天然砂使用比率



来源：中国砂石骨料网，中泰证券研究所

图表 4: 天然骨料和机制骨料区别

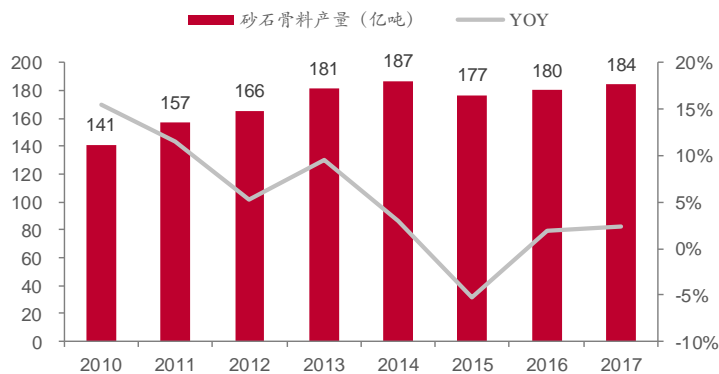
	机制砂	天然砂
费用	开采费用较大	开采费用较少
质量	质量稳定可靠	杂质相对较多，尺寸不一
开采难度	开采和加工较复杂	加工开采较简易，一般不设粗碎工艺
储存量	料源储存量大	料源储存量少
选址	料源选址较多，受环境限制较少	受料场自然条件限制（河道水位变化、上下游水电站蓄水、通航条件）
政策	严格	严格

来源：《混凝土骨料生产》，中泰证券研究所

骨料市场空间与格局

- 我国骨料市场的年消耗量约 200 亿吨，按照 50 元/吨的销售价格测算行业空间达到万亿空间。骨料的用途主要包括建筑、道路、桥梁、水利等基础设施建设，根据砂石骨料网的统计，2017 年我国砂石骨料产量约 184 亿吨。如果按照细分用途，主要用于水泥混凝土、沥青混凝土等，按照 2017 年水泥产量 23.2 亿吨，按照水泥和水泥混凝土中水泥与砂石 1: 6 的比例测算，水泥混凝土所贡献的砂石需求量约为 140 亿吨左右，加上沥青路面以及其他需求，总需求量约为 200 亿吨，与中国砂石骨料网的统计数据基本一致。从省份的消耗来看，江苏、河南、山东和广东消费量较大。

图表 5: 我国骨料市场规模

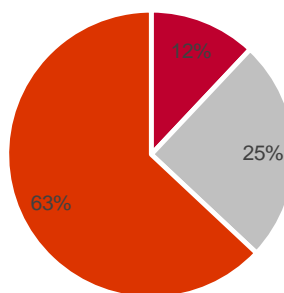


来源：砂石骨料网，中泰证券研究所

- 砂石骨料市场的集中度较低，2016 年中小型矿山占比达到约 88%。根据《砂石骨料工业“十三五”发展规划(征求意见稿)》的描述，据不完全统计 2016 年我国砂石骨料生产企业近 2 万家，其中，年产量超过 500 万吨规模以上的大型矿山企业占 12%，年产量超过 100 万吨规模以上中型矿山企业占 25%；年产量在 50 万吨规模以下的小型矿山企业占 63%，整体来看集中度极低。

图表 6: 大中小矿山数量占比

■ 大型矿山 ■ 中型矿山 ■ 小型矿山



来源：《砂石骨料工业“十三五”发展规划(征求意见稿)》，中泰证券研究所

骨料具备高毛利基因，矿山集中化趋势使其逐步显性

矿山资源化促使骨料行业向正规化发展

- **从生产技术上看，矿山向正规化靠拢是必然要求。**小型矿山的生产工艺落后，设备简陋，安全系数较低，生产出的产品质量层次不齐，在粒形、级配、含泥量等方面不符合产品质量要求，给建筑质量带来了较大的安全隐患。
- **从环保要求看，矿山正规化发展符合绿色发展方向。**随着政府诉求发生转变，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，更加重视“绿水青山”的可持续发展，而不是唯地方 GDP 的考核机制；我国石灰石矿山的格局将从过去“规模小，散乱差”将向“集中化、规模化、正规化”靠拢。政府重要报告中指出“必须树立和践行绿水青山就是金山银山的理念”，“绿水青山本身就是金山银山，我们种的常青树就是摇钱树，生态优势变成经济优势”，顶层的定调已经明确对于环保的重视。另外，我们可以看到最近各地政府的考核机制也发生了非常大的变化。17年6月，浙江省国土资源厅颁布《浙江省矿山生态环境保护与治理规划（2016~2020年）》，在矿产开发强度调控、矿山粉尘防治、绿色矿山建设、废弃矿山治理、矿山生态环境管理改革均制定了详细的指标。17年8月，江苏省公布《江苏省生态文明建设目标评价考核实施办法》，“绿色GDP”正式列入干部政绩考核体系；17年12月，海南省印发了新的市县发展综合考核评价办法，新办法不但取消了对12个市县GDP、工业、固定资产投资的考核，而且把生态环境保护列为负面扣分和一票否决事项。国土资源部、各地方政府在近年来纷纷出台针对矿山行业整治的相关文件（如下图）。我们认为随着“美丽中国”入宪，我国对石灰石矿山资源的进一步收紧和规范化是大势所趋；越来越多的小型民采矿山将进一步退出市场。大企业在矿山资源端的优势有望凸显。

超级短腿构筑的地域壁垒决定了骨料的具备高毛利率的基因

- **从开采成本看，骨料单位货值低使得运输半径有限。**从骨料的开采成本看，骨料的完全开采成本仅约15~20元，而目前销售价格普遍在40~80元。从单位货值上看，相比水泥（约400元/吨）、钢材（约3500元/吨），单位货值量较低，因此运费将在终端的产品中占据主要地位，导致骨料行业的区域性竞争格局非常明显，运输半径陆路仅100-200km。
- **矿山获得的超额利润来源是区域垄断性带来的壁垒，依靠的是单位货值低对应其他竞争对手进入本市场的相对高运费，从而形成了骨料的高毛利率。**例如，若矿山A矿山开采成本为20元/吨，运费按照陆路运费0.35元/吨·公里计算，若拉货距离在100km，那么仅按照成本+运费销售价格55元中运费就占了64%，若周边无其他矿山竞争，那么公司可以利用区域垄断优势获得较多的利润。

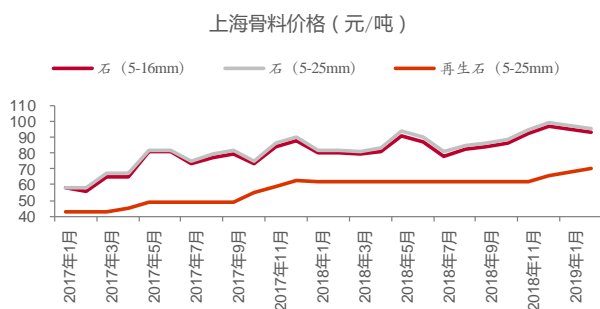
图表 7: 各地陆续出台矿山规范整治文件

地区	部门	文件	时间	内容
河北省	河北省财政厅、省自然资源厅、省生态环境厅	《河北省矿山地质环境治理恢复基金管理暂行办法》	2019年1月	自2019年2月1日起,取消矿山地质环境治理恢复保证金制度,矿山企业不再新设保证金专户缴存保证金,由矿山企业设立矿山地质环境治理恢复基金账户,缴存治理恢复基金。
河北省	河北省政府办公厅	《河北省人民政府关于贯彻落实国务院《矿产资源权益金制度改革方案》的实施意见》	2018年12月	将探矿权采矿权价款调整为矿业权出让收益。在矿业权出让环节,将现行只对国家出资探明矿产地收取、反映国家投资收益的探矿权采矿权价款,调整为适用于国家出让所有矿业权的出让收益。
贵州省	国土资源厅等	《全面推进绿色矿山建设的实施意见》	2018年8月	贵州省到2020年底前完成800个以上绿色矿山建设、选择6个“8个矿产资源重点县(市、区)创建省级绿色矿业发展示范区、争取创建2个“3个全国绿色矿业发展示范区。贵州省大中型矿山比例达到70%以上,矿山“三率”水平达标率达到85%以上,不符合绿色勘查、绿色矿山标准的主体逐步退出市场,基本形成节约高效、环境优美、矿地和諧的绿色矿山建设新模式。
唐山市	唐山市公安局、国土资源局、安全生产监督管理局和环境保护局	《关于严厉打击非法违法采矿行为的通告》	2018年5月	露天非金属矿山全部停产,未经市政府批准擅自恢复生产的,一律取消整治资格。凡达不到环保、安全生产标准,无法整改或整改后仍不达标的,一律关闭取缔。
山东省	山东省矿业协会	《山东省绿色矿山建设指南(试行)》	2018年5月	砂石矿区可绿化处100%绿化,砂石骨料开采须符合生态环境要求
青海省	青海省政府	《青海省矿业权出让收益征收管理实施办法》	2018年5月	矿业权出让收益原则上通过出让金额的形式征收,对属于资源储量较大、矿山服务年限较长、市场风险较高等情形的矿业权,可探索通过矿业权出让收益率的形式征收。矿业权出让收益为中央和地方共享收入,中央、省、市(州)、县分成比例为4:1:1
甘肃省	省政府	《甘肃省人民政府办公厅关于开展全省各级各类保护地内矿业权分类处置的意见》	2018年5月	清理保护地内矿业权,停止矿产资源勘查开采活动,用3年左右的时间,基本完成国家公园、自然保护区、风景名胜胜区、水源保护区矿业权分类处置。根据进展情况,稳妥有序推进其他各级各类保护地矿业权退出。
河北邯郸	邯郸市政府	《邯郸市非煤矿山关闭整合及加强安全监管工作方案》	2018年4月	到2020年底,通过政策性直接关闭、清库销号及资源整合重组等方式,使邯郸市铁矿、采石场、尾矿库总量减少70%,实现非煤矿山“瘦身健体”。三年计划中,2018年要完成关闭任务的50%,2019年完成30%,2020年完成20%
浙江湖州	湖州市政府	《湖州市关于扎实推进矿山复绿工作的通知》	2018年4月	凡“两路两侧”重点区域、重点路段裸露山体,在2018年5月底前尚未进场施工或到年底没有完成复绿任务的,暂停山体裸露区域所在乡镇(街道)所有国土资源项目的审核审批
贵州省	国土资源厅	《贵州省矿业权出让制度改革试点实施方案》	2018年4月	提出用二三年左右时间,总结形成可复制、可推广的矿业权出让贵州经验,建成“竞争出让更加全面,有偿使用更加完善,事权划分更加合理,监管服务更加到位”的矿业权出让制度
全国	中国砂石协会	《砂石行业绿色矿山建设规范》	2017年12月	我国矿业期盼已久的绿色矿山建设规范很快颁布实施。砂石行业的《砂石行业绿色矿山建设规范》等9个行业的绿色矿山建设规范通过了技术审查,有望明年颁布实施。
福建省	厦门市人民政府办公厅	《厦门市完善矿山地质环境保护和土地复垦制度实施意见》	2017年12月	确定了8项主要任务,将绿色发展理念贯穿于矿产资源规划、开发利用与保护全过程,有计划、有步骤地推进矿山地质环境治理工作,到2020年全市全面实现绿色矿山,废弃采石矿山(点)地质环境得到有效治理,构建一个“青山、碧水、蓝天”的环境。
江西省	国土资源厅	《关于开展2017年矿山地质环境保护和恢复治理义务双随机抽查工作的通知》	2017年12月	要求采矿权人了解矿山地质环境保护与恢复治理现状,按方案要求实施恢复治理工程,进行矿山地质环境监测,包括矿区地形地貌破坏、矿山地质灾害隐患、矿山水体影响破坏及矿山土地压占与破坏情况。
陕西省	镇巴县人民政府	《镇巴县矿山环境综合整治方案》	2017年12月	成立由国土、环保、公安、安监、经贸组成的矿山环境综合整治工作组强力推进整治工作。按照“谁开发谁保护、谁污染谁治理、谁破坏谁治理”的原则,制定矿山准入、准出等制度,对全县矿山地质环境进行详查,并建立矿山地质环境数据库进行动态监测和全过程监管。
黑龙江省	国土资源厅	《黑龙江省绿色矿山建设工作方案》	2017年11月	完成绿色矿山建设示范试点工作并推广试点经验,到2020年,建设1至2家绿色矿业示范区,确立建设100家绿色矿山。加快绿色环保技术工艺装备升级换代。到2020年,大中型矿山比例提高到15%,建立省市县联创、企业主建、第三方评估、社会监督的绿色矿山建设工作体系。
青海省	国土资源厅	《青海省(省级)绿色矿山建设标准》	2017年7月	从依法办矿、规范管理、绿色开采、综合利用、技术创新、节能减排、环境保护、社区和谐等8个方面,对青海省绿色矿山建设标准进行了明确,切实将矿山开采方式科学化、资源利用高效化、生产工艺环保化、矿山环境生态化的绿色矿业发展理念贯穿到矿山建设规划、设计、建设、运营、闭坑全过程。
全国	国土资源部	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	2017年6月	构建部门协同、四级联创的工作机制,加大政策支持,加快绿色矿山建设进程,力争到2020年,形成符合生态文明建设要求的矿业发展新模式。建设50个以上绿色矿业发展示范区。
上海市	规划和国土资源局	《上海市地质勘查与矿产资源总体规划(2016—2020年)》	2017年5月	加强土壤环境管理。加强存量低效工业用地复垦区、老工业基地转型地区、永久基本农田区土壤和水土环境安全研究。继续开展矿山环境治理恢复。继续开展环境修复与土地复垦工作,进一步改善生态环境状况,优化生态环境;同步开展砖瓦粘土矿占用土地的复垦、复绿工作。
全国	国土资源部	《国土资源部办公厅关于做好矿山地质环境保护与土地复垦方案编报有关工作的通知》	2017年1月	按照“双随机一公开”要求,督促矿山企业切实履行地质环境保护与土地复垦义务。矿山企业不复垦或者复垦不符合要求的,应当依法缴纳土地复垦费。
浙江省	国土资源厅	《浙江省矿山生态环境保护与治理规划(2016—2020年)》	2016年6月	全面禁止在重点保护区内进行固体矿产开发,加强矿产开发区域的矿山生态环境保护;强化矿山生态环境保护措施,加强资源全面节约与高效利用,全面开展矿山粉尘防治;深入推进绿色矿山建设,美化矿容矿貌;加强矿山开采全过程动态管理。同时,加大废弃矿山治理力度。

来源: 国土资源部, 中泰证券研究所

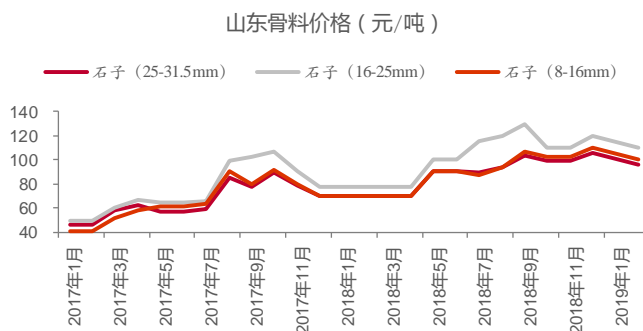
- 采矿权的收缩与矿山的正规化, 导致中小无证矿山的大量退出大幅减少了市场上的供给量, 短期供不应求的局面导致过去两年从价格上看各地的砂石价格涨幅巨大。而近两年来在供给侧结构性改革的背景下对于环保压力和执法力度的不断加强, 恰恰促进了这种发展趋势的速度和进程, 包括各省小矿山的大量退出以及各地河湖采砂的严格限制等事件都是证明。

图表 8: 上海骨料价格



来源: 中国砂石协会, 中泰证券研究所

图表 9: 山东骨料价格



来源: 中国砂石协会, 中泰证券研究所

矿山数量减少与运费提高不可逆, 骨料高毛利率持续性可期

- 针对砂石骨料目前的超高毛利率, 市场最为担心的是这种超高毛利率的可持续性。我们认为, 目前的超高毛利率其中背后可以拆分成三个方面因素, 其一是矿山开采权的收缩导致矿山数量大幅缩减, 其二是运输费用提高变相导致区域壁垒加强, 其三是短期供不应求导致价格飞涨。三个原因中, 前两个我们认为在未来是可持续的, 而第三个原因将伴随着大中型矿山建设完成以及潜在需求回落而逐步弱化, 但总体来看骨料仍将维持较高的毛利率。具体来看,
 - ✓ 原因 1: 矿山开采权数量减少, 我们认为未来数年矿山数量将进一步减少。以浙江省为例, 按照浙江省国土资源部的《关于进一步优化普通建筑用砂石粘土矿产开发布局的指导意见》看, 省层面要求“开发空间更合理: 自然生态红线区等矿产资源规划禁采区得到全面禁采保护, 90%以上经营性采矿权位于规划开采区内; 建设一批高水平的石料开发基地, 使全省形成年可供 4 亿吨砂石粘土矿产的开发能力; 经营性采矿权数量进一步减少, 全省总数减少到 380 个以内, 规模化程度明显提高, 大中型比例提高到 90%以上, 形成一批达到国内一流开采水平的矿山企业。”我国矿山未来的发展趋势看, 我们认为将通过生态保护建设减少开采区, 通过提高准入门槛迫使小型矿山退出, 保证绿色矿山建设进一步规范化开采, 并通过执法上的严格进行监督。

图表 10: 浙江省砂石骨料开发布局文件内容梳理

《浙江省国土资源厅关于进一步优化普通建筑用砂石粘土矿产开发布局的指导意见》文件梳理	
指导思想	优化砂石粘土矿产开发布局, 推进生态保护源头管控、矿山整体开发、矿地综合利用。
基本原则	1、保护优先, 使矿产开发强度与资源环境承载力相适应。
	2、严格准入, 落实采矿权总量和规模“双控”制度, 强化优化标准的刚性约束。
	3、转变方式, 统筹矿产、土地、生态等各类效益, 优化采矿权矿区范围, 鼓励山体整体开发; 鼓励利用外省优质原料, 拓展石料来源渠道。
	4、改革创新, 提升矿产资源管理水平。
主要目标	到2020年, 形成“保障有力、规模集约、利用高效、环境友好、示范引领”的绿色开发新格局, 开发空间更合理、开发标准更严格、开发机制更完善。

来源: 浙江省国土资源厅, 中泰证券研究所

- ✓ **原因 2: 运输价格的提高强化骨料区域壁垒，此过程不可逆。**在上一节中，我们论证了骨料的单位高毛利率的来源是低货值对应相对高运输成本导致的区域垄断性。而随着交通运输环节成本提高，包括严查汽运的载重和环保要求、无证码头的清理等都一定程度上提高了骨料的运输成本。**公路对超载的严查使得运输的成本大幅提高。由于砂石骨料较多使用汽运（即使是水运，“最后一公里”也需要转汽运），而自 2016 年起，交通部、公安部开始严查超载现象，同时禁止不合规的运输车辆上高速，大大提高了运输成本。按照 13 米半挂车为例，如果按照新规定执行，总重不得超过 49 吨，而原来的标准为 55 吨，分别减去车皮 16.5 吨计算，原来载重 38.5 吨，现在实际载重 32.5 吨，载运能力下降 15%，由于重量的增加造成的运输成本增加在整个运费中的比例较低，因此可以近似认为成本上升约 15%。**
- ✓ **原因 3: 当前情况看，短期小型矿山的退出，导致阶段性供不应求的情况可能会持续一段时间，导致骨料价格在较高水平维持；后续随着大型矿山逐步投产，价格将会略微回落至相对合理范围，但由于上述两个原因，毛利率水平依然有望维持在较高水平，且较难出现逆转。**

水泥企业布局骨料存天然优势，龙头企业跑步入场

水泥企业布局骨料具备资源、资金、综合利用、渠道四大优势

- **1) 自备矿山的水泥企业具备资源优势，成本端相比新进入者低。**伴随着国家对矿山的资源审批更加严格，以及矿山整治力度的加大，矿山的资源价格也水涨船高，各类建筑用灰岩的价格大幅上涨，过去海螺等企业由于矿山获取年份较早，价格极其便宜，而现在甚至有些矿山的单吨成本获取在 10-20 元。矿山资源优势将使得水泥企业切入骨料市场具备良好的成本竞争优势。
- **2) 目前大中型水泥企业拥有较多的资金实力开发骨料。**随着，相比个体的小型砂石骨料企业具备绝对资金优势。
- **3) 涉足骨料能够帮助水泥企业实现矿山的综合利用，变废为宝。**对于水泥企业来说，一座山头上的岩石成分变化较大，对于水泥生产用的石灰石对氧化钙和氧化镁的含量都有严格的要求，而不满足水泥生产要求的废石正好能够用作骨料生产，能与主业形成良好的协同效应。
- **4) 从渠道的角度看，水泥与骨料在客户、市场等方面存在高度的重合度，水泥企业布局骨料业务，能够综合利用渠道，形成合力，降低整体的销售成本。**

图表 11: 资源、资金、客户、综合利用四大优势

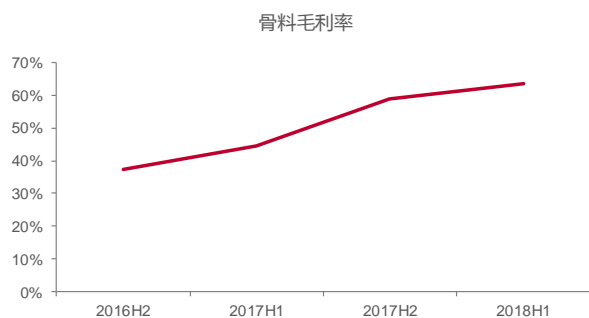


来源：中泰证券研究所整理

华新水泥：骨料利润贡献对公司业绩提升弹性大

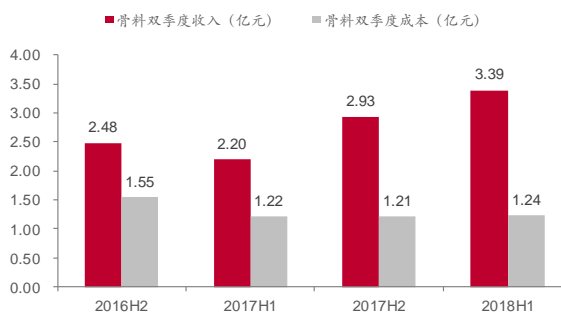
- **华新水泥发展骨料业务具备极好基础和较大潜力。**华新水泥所布局区域内，石灰石矿山储量相对丰富且前期配套较为完善，公司石灰石自给率达到 90%以上；因而我们认为华新水泥的整体骨料业务发展具备极好基础，有望在未来为公司贡献更多具备“资源属性”的利润。
- **按照规划，华新水泥计划在未来 2-3 年内力争实现 1 亿吨/年的骨料产能。**2017 年，公司拥有骨料产能 2100 万吨/年，销量为 1152.6 万吨，相比 2016 年大幅增加 53.7%。2018 年从公司投产的计划看，预计 2018 年末公司拥有骨料产能 2600 万吨，按照 55%的实际产能利用率计算，预计公司 2018 年销售骨料 1430 万吨。按照 2018 年吨净利 20 元测算，我们保守预计骨料 2018 年对公司贡献的利润超过 2 个亿。中长期来看，随着骨料矿山逐步投产，预计吨净利将小幅下滑，若吨净利按照 10~15 元/吨测算，销量按照 7000 万吨（1 亿吨的 70%产能利用率）测算，预计中长期每年将为公司贡献 7~10.5 亿元的净利润。公司石灰石自给率达到 90%以上；因而我们认为华新水泥的整体骨料业务发展具备极好基础，有望在未来为公司贡献更多具备“资源属性”的利润。

图表 12: 华新水泥骨料毛利率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13: 华新水泥骨料收入与成本



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14: 华新水泥骨料规划产能 (万吨/年)

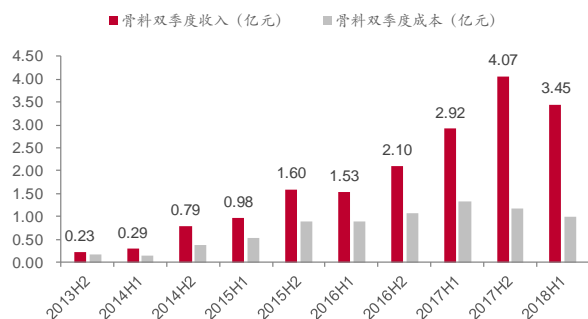


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

海螺水泥: “T型”战略布局为骨料奠定低成本基础

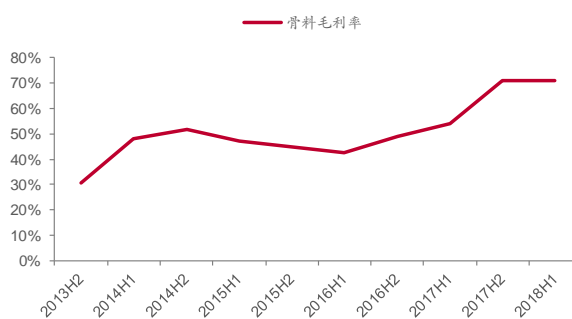
- 公司近年积极开拓骨料市场, 积极拓展延伸水泥产业链, 按照规划到 2020 年公司将力争实现 1 亿吨/年的骨料产能。“T型”战略下, 海螺水泥发展骨料业务具备天然基础和较大潜力。海螺水泥所布局区域内, 石灰石矿山储量相对丰富且前期配套较为完善, 公司石灰石自给率接近 100%, 因而我们认为海螺水泥的整体骨料业务发展具备极好基础; 另一方面, 骨料相比水泥单位价值低, 理论运输半径更短, 而海螺水泥在运输环节的成本上占据绝对优势, 海螺的“T型”战略布局使得海螺的矿山能够直接对接码头, 通过水路运输的方式销往下游需求点, 成本相比同行更低。对于海螺而言, 现在是发展骨料业务的天然良机。
- 通过切入骨料市场也可以为混凝土行业布局做准备。我们认为混凝土业务的核心价值是渠道而非产品本身, 而销售混凝土, 作为原材料的骨料必不可少。海螺通过骨料的建设也可以为做混凝土的产业链延伸做准备。通过产业链条的延伸, 海螺有望进一步把握下游渠道、提升市场份额, 加速行业格局的进一步向好。

图表 15: 海螺水泥骨料收入与成本



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: 海螺水泥骨料毛利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资建议

- 龙头水泥企业具备天然布局砂石骨料行业的优势，砂石骨料未来将成为盈利重要的增长极。我们认为，未来砂石骨料行业将成为很多水泥企业拓展盈利链条的重要方向，而水泥龙头企业在砂石骨料领域具备天然竞争优势：1) 天然资源禀赋优势 2) 资金优势 3) 资源综合利用优势 4) 共用渠道优势。水泥龙头企业未来将成为砂石行业大型化、集中化、绿色化趋势中非常重要的一股竞争力量；而海螺水泥、中国建材、华新水泥等企业未来也将通过砂石骨料业务的扩展，进一步拓展上下游，打造新的盈利一极，值得中长期持续关注。

风险提示

- 宏观经济风险、供给侧约束退出

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

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

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

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

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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