



2019年05月29日

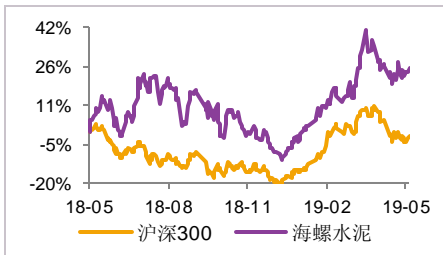
买入(维持)

当前价: 39.76 元  
 目标价: 48.02-54.88 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
 电话: 0755-83331495  
 邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	128,403	150,521	159,103	167,156
(+/-)	70.5%	17.2%	5.7%	5.1%
归母净利润	29814	36371	37696	38918
(+/-)	88.0%	22.0%	3.6%	3.2%
EPS(元)	5.63	6.86	7.11	7.34
P/E	7.1	5.8	5.6	5.4

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《海螺水泥(600585)——【联讯建材公司点评】海螺水泥(600585):高增长高分红,低负债低估值》2018-03-23

《海螺水泥(600585)——【联讯建材中报点评】海螺水泥(600585):1H量价齐升,旺季叠加需求回暖,下半年或再超预期》2018-08-23

《海螺水泥(600585)——【联讯建材年报点评】海螺水泥(600585):吨盈利创历史新高,Q1增长确定》2019-03-22

海螺水泥(600585.SH)

# 【联讯建材公司深度】海螺水泥(600176):需求复苏确定,成本优势领先

投资要点

## ◇ 水泥行业 19 年有望迎来需求回升

在我们的中性预期下,2019 传统口径基建投资增速大约在 7.8%左右,新口径则落在 10.5%左右,增速显著高于 2018 年;全年房地产建安工程投资增速可能在 5%以上(18 年是负增长),这意味这来自地产的真实需求今年也将持续反弹。

在地产建安投资和基建投资均向上的判断之下,我们判断今年 FAI 中建安工程投资增速将在 2018 年仅 3.6%增速的基础上出现明显反弹,我们判断全年增速可能将提升至两位数,则水泥产量的需求,全口径数据有望恢复正增长,而同口径数据的增速可能有望提升至 8%,意味着龙头公司的销量增速有望从 18 年的 2%左右提升至 8%左右。

## ◇ 公司水泥业务多方位构建了成本优势

海螺水泥的成本优势主要体现在燃料和动力上,其吨熟料的燃料和动力成本仅 99 元,我们判断规模优势和环保节能措施是海螺燃料成本的主要原因,规模优势体现在两个方面,一个是采购上更强的话语权,公司通过与大型煤炭企业签订长协价,平抑价格波动;二是大规模生产线带来的成本下降;在水泥成本构成中,燃料及动力成本是大头,普遍占到成本的 60%左右,而根据研究结果,单条水泥生产线的产能越大,节能效果越明显,一般来讲,生产线产能每提升 1000T/d,能耗水平可下降 3%。

而循环利用发展的理念也让公司受益匪浅,公司所有生产线均配备预熟发电系统,年累计发电量高达 80 亿度,为公司降低成本提供巨大助力。

## ◇ 骨料业务迎来发展机遇期

砂石骨料是目前开采量最大的矿产资源,全球每年砂石骨料用量约 400 多亿吨,我国是全球最大的生产国和消费国,每年砂石骨料用量约 200 亿吨,按照 55-60 元每吨价格估算,目前产值已经超过万亿元。

随着对生态环保的更加重视,国家对砂石矿山的环保要求大幅提升,随着各项要求的逐步落地,预计小微矿山快速淘汰的趋势还将持续,行业将向龙头企业快速集中。近几年来,国家对砂石矿山开采的规范主要体现在四个方面:一是矿产开采权严格规范;二是矿山环保政策严格;三是开采技术升级;四是生产质量提高;

龙头企业无疑具备竞争优势,海螺水泥无论是从矿山资源,资本和技术实力,客户资源方面来看,大力发展骨料业务均是顺理成章,预计近几年公司骨料产能将持续快速增长,实现亿吨产能的目标。

## ◇ 盈利预测及投资评级:



我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 1505、1591 和 1672 亿元，同比分别增加 17.2%、5.7%和 5.1%，净利润分别为 363.7、377.0 和 389.2 亿元，同比分别增长 22.0%、3.6%和 3.2%，EPS 分别为 6.86、7.11 和 7.34 元，对应 19-21 年 PE 分别为 5.8/5.6/5.4x。我们预计公司 19 年销量增长将达到 7%，价格中枢将进一步上行，而长期来看，海外业务，骨料业务以及行业整合都有空间，目前公司对应 19 年 PE 仅 5 倍出头，我们按照 7-8 倍 19PE，给予合理估值区间 48.02-54.88 元，重申“买入”评级。

✧ **风险提示：**

需求大幅下滑；水泥价格大幅下跌；安全生产风险；



## 目 录

投资案件 .....	5
投资评级与估值 .....	5
主要逻辑 .....	5
关键假设点: .....	6
股价上涨的催化剂 .....	6
核心风险提示: .....	6
由安徽迈向全球的水泥龙头 .....	7
建材企业发展的标杆 .....	7
董事会结构多元化, 公司管理有望更进一步 .....	8
长江以南是公司的主战场 .....	9
上市以来表现出优异的成长性 .....	9
19 年水泥需求有望好于 18 年 .....	10
水泥下游需求主要是房地产和基建 .....	10
水泥的供给侧改革依然在持续, 行业向龙头集中的趋势未结束 .....	10
如何预测水泥的需求? .....	11
从历史来看, 水泥产量增速跟 FAI 中的建安工程投资增速存在较强的相关性 .....	11
19 年来自基建的需求将好于 18 年 .....	11
对于地产投资, 今年真实的需求可能会好于去年 .....	12
水泥业务: 四大战略确立华东龙头地位, 极致成本构建竞争壁垒 .....	13
战略端: 四大战略确立华东龙头地位 .....	13
获取区域市场控制权, 平抑价格波动 .....	14
“走出去” 开启国际化步伐 .....	14
生产端: 多方位构建成本优势 .....	14
海螺水泥熟料生产成本低于同行 .....	14
成本端的优势并非来源于石灰石矿上资源 .....	14
燃料和动力成本才是公司成本优势的主要来源 .....	15
规模优势——公司是国内第二大水泥生产企业 .....	15
节能环保进一步降低成本 .....	16
海螺水泥吨折旧优于同行 .....	17
管理端: 严控三费, 大力发展信息化 .....	17
公司内部 IT 支持完善, 助力海螺水泥生产管控 .....	18
骨料业务迎来发展机遇期 .....	19
骨料是个万亿级的市场 .....	19
砂石骨料行业正在快速走向集中 .....	19
砂石开采环保政策趋严持续促进小微矿山退出市场 .....	20
海螺水泥骨料业务处于快速发展期 .....	21
盈利预测与投资评级 .....	22

## 图表目录

图表 1: 海螺水泥股权结构 .....	7
----------------------	---



图表 2: 历史沿革.....	8
图表 3: 董事会构成.....	8
图表 4: 海螺水泥收入地区分布.....	9
图表 5: 海螺水泥营业总收入及增速(亿元).....	9
图表 6: 海螺水泥净利润及增速(亿元).....	9
图表 7: 水泥行业产业链.....	10
图表 8: 水泥行业走向集中的趋势并未结束.....	10
图表 9: 水泥产量增速与建安工程投资增速之间有 14 个百分点以上的差距.....	11
图表 10: 前 2 月地方债发行提前(%).....	12
图表 11: 1-3 月社会融资规模大幅增长.....	12
图表 12: 新开工和房地产建安投资出现显著背离.....	12
图表 13: 海螺水泥历史上的四大战略.....	13
图表 14: 海螺水泥熟料吨成本与同行对比(元/吨).....	14
图表 15: 海螺水泥熟料吨成本均值与同行对比(元/吨).....	14
图表 16: 海螺水泥吨原料成本高于同行.....	15
图表 17: 海螺水泥吨原料成本高于同行.....	15
图表 18: 海螺水泥产能情况.....	16
图表 19: 海螺生产线平均规模显著高于同行.....	16
图表 20: 海螺水泥熟料吨折旧低于同行.....	17
图表 21: 海螺水泥吨费用显著低于同行.....	17
图表 22: 海螺信息技术支持项目.....	18
图表 23: 全球及中国骨料行业现状.....	19
图表 24: 全国砂石矿山在册数量.....	19
图表 25: 规范矿山开采的主要政策.....	20
图表 26: 我国砂石矿山主要是小微型矿山.....	20
图表 27: 骨料业务较快增长.....	21
图表 28: 骨料业务销量及增长.....	21
图表 29: 公司拥有的砂岩矿资源.....	21
图表 30: PE Bands.....	22
附录: 公司财务预测表(百万元).....	23



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 1505、1591 和 1672 亿元，同比分别增加 17.2%、5.7%和 5.1%，净利润分别为 363.7、377.0 和 389.2 亿元，同比分别增长 22.0%、3.6%和 3.2%，EPS 分别为 6.86、7.11 和 7.34 元，对应 19-21 年 PE 分别为 5.8/5.6/5.4x。我们预计公司 19 年销量增长将达到 7%，价格中枢将进一步上行，而长期来看，海外业务，骨料业务以及行业整合都有空间，目前公司对应 19 年 PE 仅 5 倍出头，我们按照 7-8 倍 19PE，给予合理估值区间 48.02-54.88 元，重申“买入”评级。

### 主要逻辑

#### 2019 年水泥需求端将好于 2018 年

从基建投资来看，由于非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现，考虑目前社融中，非标融资虽然继续负增长，但是幅度在收窄，预计 2019 年非标的抽血情况不会比 2018 年更差，因此，在实际仍然抽血的测算下，对 19 年增速形成正贡献，而随着货币政策向宽信用传导，下半年非标不排除从抽血转为融资；在我们的中性预期下，2019 传统口径基建投资增速大约在 7.8%左右，新口径则落在 10.5%左右，增速显著高于 2018 年；

从地产投资来看，随着新开工向施工和竣工传导，我们认为今年地产的建安工程投资增速将一定程度回暖，全年房地产建安工程投资增速可能在 5%以上(18 年是负增长)，这意味这来自地产的真实需求今年也将持续反弹。

在地产建安投资和基建投资均向上的判断之下，我们判断今年 FAI 中建安工程投资增速将在 2018 年仅 3.6%增速的基础上出现明显反弹，我们判断全年增速可能将提升至两位数，则水泥产量的需求，全口径数据有望恢复正增长，而同口径数据的增速可能有望提升至 8%。

#### 公司水泥业务成本优势显著，盈利稳定性优

尽管市场普遍认为，早年收购的大量廉价石灰石资源是海螺水泥成本优势之一，我们也认为这是公司的竞争优势之一，保证了公司经营的持续性及成本的稳定性，并且形成了一定的护城河，因为重置成本较高，但石灰石资源并不是公司成本优势的核心，至少从年报公布的数据看，海螺水泥的吨原材料成本并不显著低于同行。

我们对比了海螺跟上峰、华新水泥的成本构成，海螺水泥吨熟料燃料和动力成本约 99 元、上峰水泥约 144 元，而华新水泥 123 元，海螺水泥的成本优势主要体现在燃料和动力上。而规模优势和环保节能措施是海螺燃料成本的主要原因，规模优势体现在两个方面，一个是采购上更强的话语权，公司通过与大型煤炭企业签订长协价，平抑价格波动；二是大规模生产线带来的成本下降；在水泥成本构成中，燃料及动力成本是大头，普遍占到成本的 60%左右，而根据研究结果，单条水泥生产线的产能越大，节能效果越明显，一般来讲，生产线产能每提升 1000T/d，能耗水平可下降 3%。

公司所有生产线均配备预热发电系统，年累计发电量高达 80 亿度，为公司降低成本提供巨大助力。

#### 骨料业务迎来发展机遇期

砂石骨料是目前开采量最大的矿产资源，全球每年砂石骨料用量约 400 多亿吨，我



国是全球最大的生产国和消费国，每年砂石骨料用量约 200 亿吨，按照 55-60 元每吨价格估算，目前产值已经超过万亿元。

随着对生态环保的更加重视，国家对砂石矿山的环保要求大幅提升，随着各项要求的逐步落地，预计小微矿山快速淘汰的趋势还将持续，行业将向龙头企业快速集中。近几年来，国家对砂石矿山开采的规范主要体现在四个方面：一是矿产开采权严格规范；二是矿山环保政策严格；三是开采技术升级；四是生产质量提高；

龙头企业无疑具备竞争优势，海螺水泥无论是从矿山资源，资本和技术实力，客户资源方面来看，大力发展骨料业务均是顺理成章，预计近几年公司骨料产能将持续快速增长，实现亿吨产能的目标。

### 关键假设点：

假设一： 2019-2021 年公司自产水泥和熟料销量分别为 3.20、3.24、3.28 亿吨，同比分别增长 7.3%、1.3%和 1.2%；

假设二： 2019-2020 年公司自产水泥和熟料吨毛利分别为 177.5、176、175 元；

假设三： 费用率保持平稳。

### 股价上涨的催化剂

- 1.水泥价格上涨；
- 2.水泥销量增长超预期；
- 3.业绩超预期；

### 核心风险提示：

需求大幅下滑；水泥价格大幅下跌；安全生产风险；



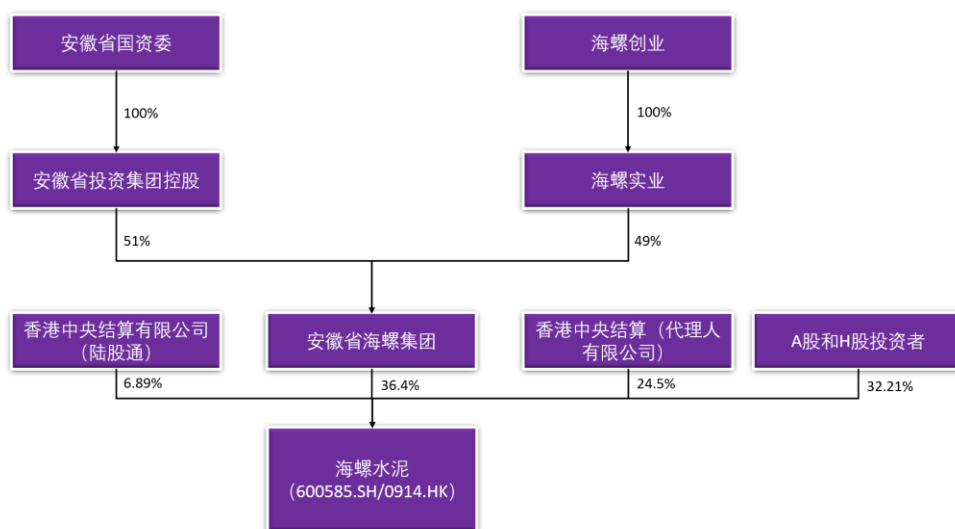
## 由安徽迈向全球的水泥龙头

安徽海螺水泥股份有限公司成立于 1997 年 9 月 1 日，1997 年 10 月 21 日在香港挂牌上市，2002 年 2 月 7 日在上海证券交易所挂牌，主要以水泥及商品熟料的生产和销售为主营业务，是我国水泥行业进入资本市场最早的一家公司。经过多年的发展，海螺水泥凭借着其优秀的成本控制与出色的战略从小做大，市场逐渐横跨全国，进而稳步迈入全球市场。

### 建材企业发展的标杆

公司于 1997 年由安徽省海螺集团有限责任公司独家成立，目前公司控股股东为安徽省海螺集团，所占比例为 36.4%。安徽省海螺集团前身为宁国水泥厂，安徽省海螺集团由海螺实业和安徽省投资集团控股，安徽省投资集团控股有限公司是国有独资公司，控制人为安徽省国资委，对海螺集团拥有 51% 的股权。

图表1：海螺水泥股权结构



资料来源：公司公告，联讯证券

从上个世纪 90 年代，海螺水泥就以高质量的特点在诸如中铁等工程单位闻名，在当时海螺水泥的生产线以高标准制造，水泥质量也远超同行。上市之后，海螺将高质量特色作为核心，逐渐发展扩大水泥生产线和市场，成为业内龙头，同时公司内部优秀的管理和执行效率在国有企业中也是极为出色的代表。



图表2： 历史沿革

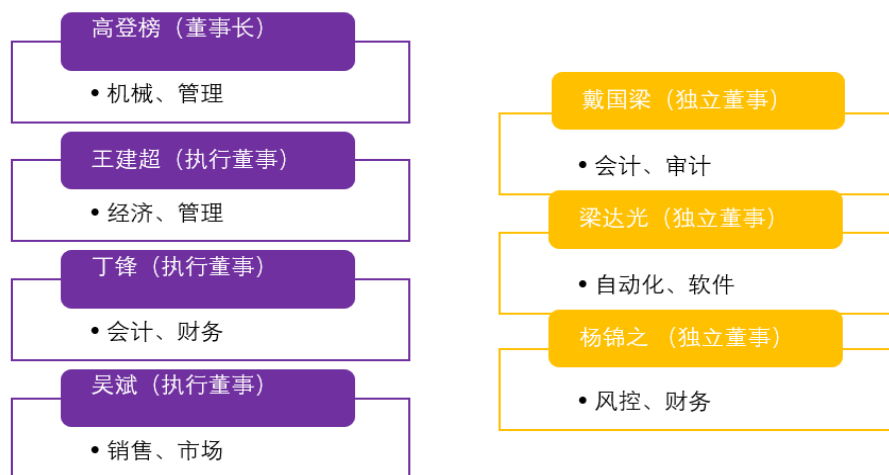


资料来源：公司公告，联讯证券

### 董事会结构多元化，公司管理有望更进一步

海螺董事会成员为 7 名，包括一名董事长、三名执行董事和三名独立董事，非独立董事的水泥业务背景非常充分，都是长时间跟随海螺集团一起成长的管理人员，覆盖了机械、财务、市场、经济、管理等几个非常重要的关键点，保证了董事会在对公司业务有充分了解的同时制定有效的战略方向。

图表3： 董事会构成



资料来源: Wind，联讯证券

同时，公司董事会超过一般的成员具有财务背景体现出了对财务的重视度，这也符合了近年来海螺水泥出色的成本控制表现。公司在 2016 年聘请梁达光为独立董事，梁达光为工商计算机法理学士和工商管理硕士，同时具有自动化以及多家科技公司的管理背景。在水泥行业，目前聘请具有计算机背景的人才作为独立董事的公司只有海螺水泥。我们判断海螺在将来将会继续将公司重心放在成本控制上，并通过信息化系统加强公司



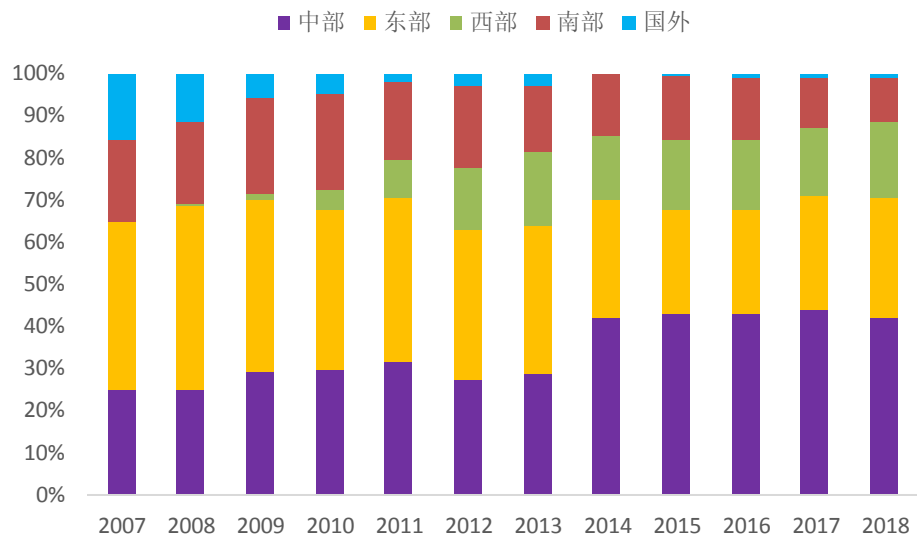


管理和运营效率。

### 长江以南是公司的主战场

公司的收入主要来自于长江沿线地区，华东和华中占主营业务的65%左右，通过收购和新建项目，西部收入逐渐增加。国外地区收入来源主要是缅甸、印度尼西亚与老挝。

图表4：海螺水泥收入地区分布

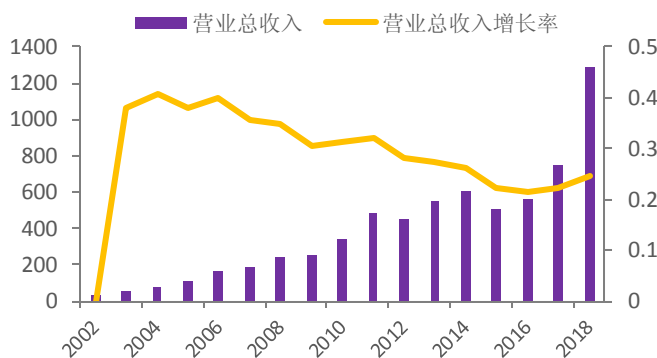


资料来源：wind，联讯证券

### 上市以来表现出优异的成长性

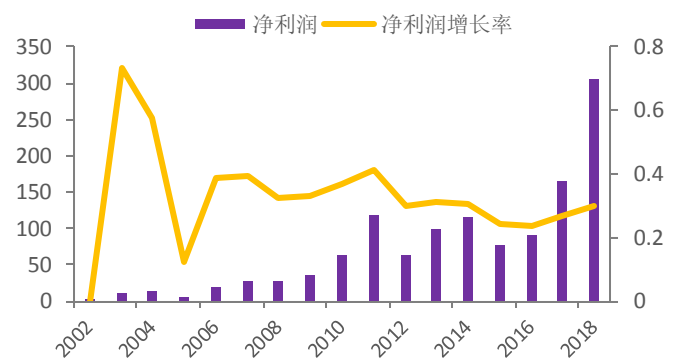
尽管水泥行业是强周期行业，但公司自上市以来，表现出了优异的成长性，这一方面受益于中国城镇化的发展，另一方面，与公司本身卓越的战略眼光及优秀的管理不无关系，公司营业收入与利润稳步提升，2002年营业收入为30亿，2018年营业收入为1284.03亿，17年的营业收入复合年增长率为24.73%左右。净利润方面，2002年公司营业利润为3.71亿，2018年公司营业利润为306.36亿，年复合增长速率为29.65%左右。

图表5：海螺水泥营业总收入及增速（亿元）



资料来源：wind，联讯证券

图表6：海螺水泥净利润及增速（亿元）



资料来源：wind，联讯证券



## 19 年水泥需求有望好于 18 年

### 水泥下游需求主要是房地产和基建

水泥熟料以石灰石和粘土、铁质原料为主要原料，按适当比例配制成生料，烧至部分或全部熔融，并经冷却而获得的半成品。

从产业链上看，水泥生产工艺流程及上下游结构稳定，因此该行业有以下特点：1. 水泥产品之间差异化不明显，重点集中在价格、服务与品牌。2. 由于运输半径存在，陆路为 300 公里，水运为 500 公里，因此区域集中化较高。3. 水泥受到下游房地产、基建施工旺季的影响，在每年的 5-6 月以及 11-12 月水泥需求会较高。4. 煤炭、电力对水泥生产成本影响较大。5. 由于施工需求，中低级别的水泥需求占大量，高端水泥需求较少，但是基于侧构型改革以及 32.5 级别水泥逐渐停止生产的因素，中高端及特殊水泥的需求会逐渐增加。

图表7：水泥行业产业链

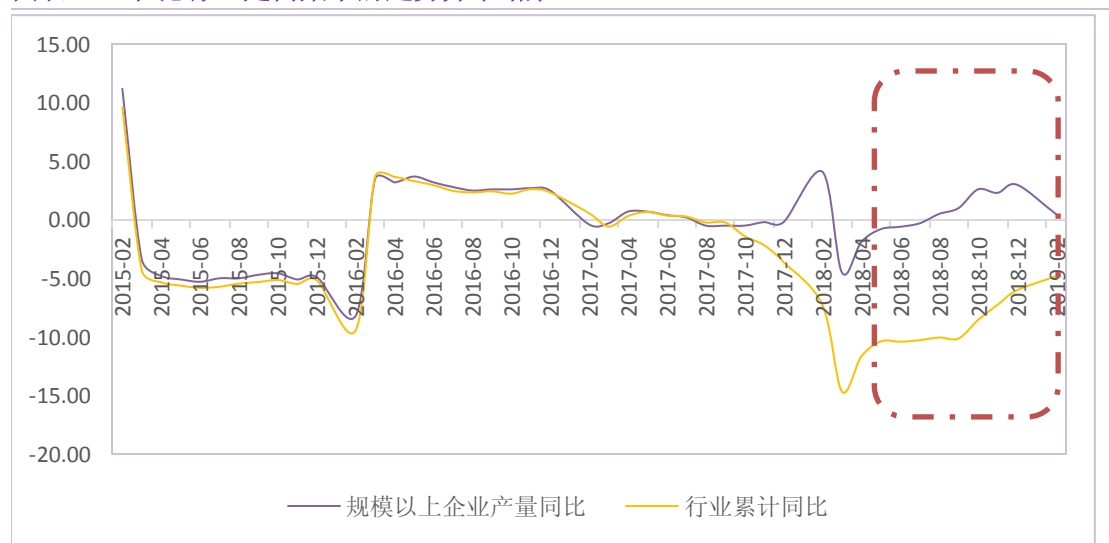


资料来源：中国水泥网，联讯证券

水泥下游需求结构常年稳定，需求来源主要为新农村及城镇化建设、基础设施建设以及房地产投资，比例基本稳定在 3: 3: 4。由于海螺水泥的产品质量在行业内级别较高，因此对于农村需求不大，因此重点研究方向为房地产和基建。

### 水泥的供给侧改革依然在持续，行业向龙头集中的趋势未结束

图表8：水泥行业走向集中的趋势并未结束



资料来源:wind，联讯证券



水泥产量的同口径增速和全口径增速从 2017 年四季度开始分化，同口径增速显著高于全口径增速，事实上，2018 年水泥产量同口径增速增长约 3%，而全口径增速下滑了 6%，主要就是因为“幸存者偏差”的存在，行业在供给侧改革的持续推进下，中小型企业快速淘汰，行业开始向头部企业集中，截止 2019 年 4 月的数据来看，两个口径的数据依然存在 4 个点左右的增速差距，说明行业向龙头集中的趋势并未结束。

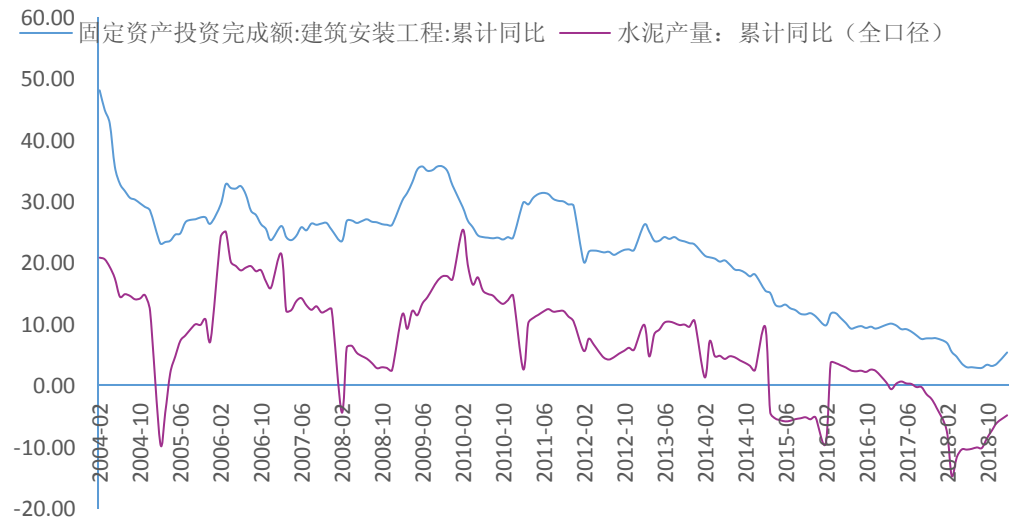
### 如何预测水泥的需求？

#### 从历史来看，水泥产量增速跟 FAI 中的建安工程投资增速存在较强的相关性

水泥的需求主要来自基建、地产和农村，但是由于农村数据缺失，所以想从基建、地产和农村三个需求来源的投资变动预测水泥需求有一定难度，而直接用固定资产投资增速来预测也有问题，在于固定资产投资主要由三部分构成建安工程、设备工器具购置和其他费用，实际上固定资产投资的结构是不断变化的，而实际跟水泥需求有观的主要还是建筑安装工程，所以我们用建安工程投资增速而不是固定资产投资增速对 2019 年水泥需求端变化做简单预测。

从历史规律来看，在不考虑价格影响的情况下，建安工程投资增速与水泥产量增速之间的差值大部分时候超过 14%，意味着建安工程投资增速要达到 14% 以上，水泥需求才能与上年持平，如果再考虑价格因素，这个差值也要到 6-8% 之间。

图表9：水泥产量增速与建安工程投资增速之间有 14 个百分点以上的差距



资料来源:wind, 联讯证券

#### 19 年来自基建的需求将好于 18 年

固定资产投资的构成很复杂，但地产、基建、制造业占比基本达到 80%，而地产和基建投资增速基本占到 47%，由于水泥下游主要需求来自建筑业，从我们研究建筑业的经验来看，建筑业行业的增速主要还是来自地产和基建二者，水泥需求端也是如此。

我们在 2019 年的年度策略报告中分析过，对于 2019 年的基建投资我们并不悲观，主要原因在于：

由于非标的抽血效应已经在 2018 年充分体现，考虑目前社融中，非标融资虽然继



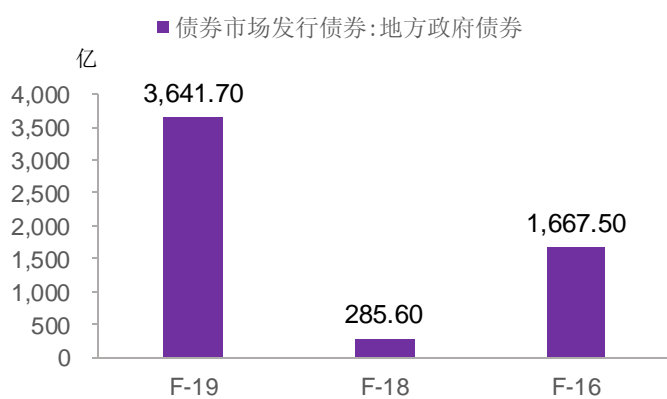
续负增长，但是幅度在收窄，预计 2019 年非标的抽血情况不会比 2018 年更差，因此，在实际仍然抽血的测算下，对 19 年增速形成正贡献；

在我们的中性预期下，2019 传统口径基建投资增速大约在 7.8%左右，新口径则落在 10.5%左右，而如果政策放松，地方政府融资松动，则新口径基建投资增速可能上冲到 13%左右。

事实上，目前来看，基建投资增速的复苏目前已经有共识，今年以来，在地方债提前发行，前两月地方债发行规模已经达到 3642 亿，远超往年水平。

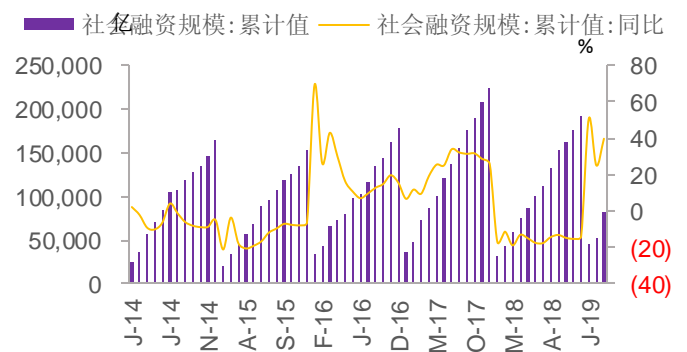
而宽货币向宽信用的转变正在逐步变为现实，3 月出炉的社融数据再超市场预期，1-3 月社融规模达到 8.2 万亿，同比增长 39.7%，这一增速仅次于 16 年 3 月的 43%。

图表10: 前 2 月地方债发行提前 (%)



资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

图表11: 1-3 月社会融资规模大幅增长

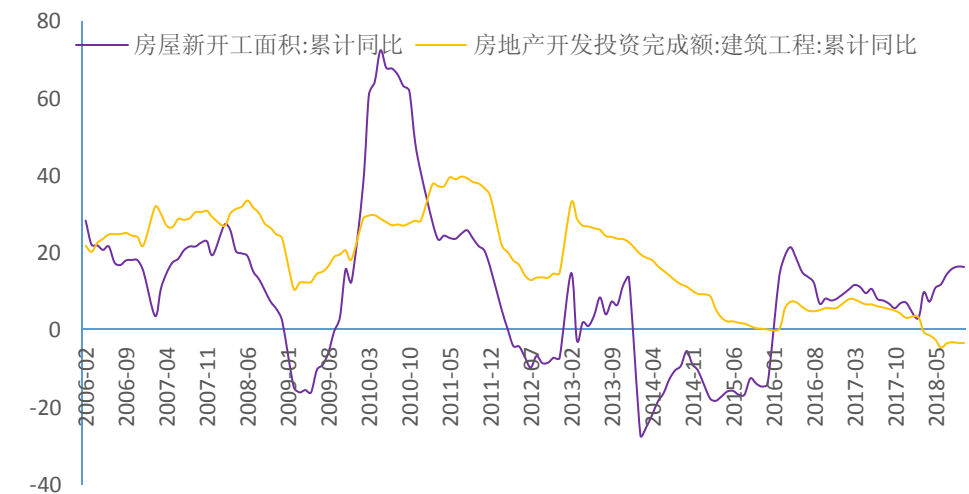


资料来源: Wind, 联讯证券研究院整理

### 对于地产投资，今年真实的需求可能会好于去年

2018 年房地产投资增速实际上是由土地购置费支撑的，代表水泥实际地产端需求的建安工程投资增速负增长，同时，由于新开工不错，导致新开工与建安投资增速走势出现背离。

图表12: 新开工和房地产建安投资出现显著背离



资料来源: Wind, 联讯证券



对于 19 年，随着地产端销售的回暖，以及新开工向施工和竣工传导，我们认为今年地产的建安工程投资增速将一定程度回暖，全年房地产建安工程投资增速可能在 5% 以上，这意味这来自地产的真实需求今年也将持续反弹。

在地产建安投资和基建投资均向上的判断之下，我们判断今年 FAI 中建安工程投资增速将在 2018 年仅 3.6% 增速的基础上出现明显反弹，我们判断全年增速可能将提升至两位数，则水泥产量的需求，全口径数据有望恢复正增长，而同口径数据的增速可能有望提升至 8%。

考虑水泥行业走向集中的趋势，上市公司销量增长基本同于同口径增长，我们判断 2019 年以海螺水泥为代表的水泥龙头企业的销量增速有望恢复至 8% 以上。

## 水泥业务：四大战略确立华东龙头地位，极致成本构建竞争壁垒

### 战略端：四大战略确立华东龙头地位

纵观海螺发展历史，在其不同的发展阶段，采取了不同的发展战略，战略正确确保了海螺走在正确的方向上。总体来看，海螺历史上提出并一直践行的四大战略分别是：兼并重组、T 型战略、区域控制和“走出去”进军海外

图表 13：海螺水泥历史上的四大战略



资料来源:《海螺水泥战略定位》，联讯证券

#### 兼并重组实现跨区域扩张

兼并重组是海螺最早提出的发展战略，早在 1995 年，海螺就兼并了安徽铜陵水泥厂，后又陆续兼并芜湖白马山水泥、宁波星港水泥等，通过持续并购实现了规模扩张和跨区域发展。

#### T 型战略确立竞争优势

除了兼并重组，海螺水泥还于上个世纪末提出了其最著名的“T 型战略”，海螺模式的“T 型发展战略”，是指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需求旺盛的发达地区低成本收购小水泥厂并改造成水泥粉磨站，就地生产水泥最终产品。



T 型战略最终达到了两个效果：一是构建了成本优势，这一方式比直接输出水泥产品节约一半的运输费；二是扩大了销售半径和生产规模，

### 获取区域市场控制权，平抑价格波动

水泥价格大幅波动是水泥企业盈利波动的主要原因，而水泥又是区域性品种，如果能获取某区域市场的控制力，则有期望获得区域内的定价权。

为取得华东水泥市场的主导权，在早期，海螺是通过大量在区域范围内布局产能实现，而在产能趋于饱和的当前，海螺水泥通过搭建贸易平台实现对区域的控制。

### “走出去”开启国际化步伐

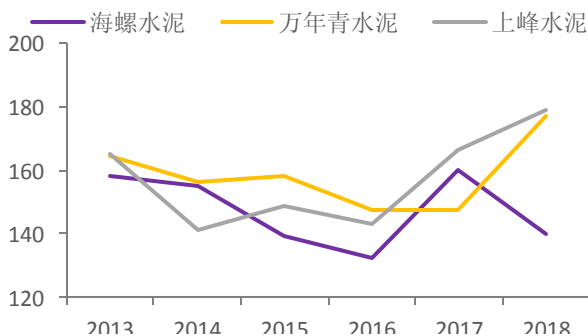
2011 年，海螺确立了“国际化发展、兼并重组、科技创新、人才强企”四大战略。开始大力布局海外市场，目前，海螺在海外已经拥有 6 条熟料生产线，在海外累计完成投资 42.5 亿元，落实 12 个发展项目、设立了 12 家公司，海外员工已达 1200 多人。

### 生产端：多方位构建成本优势

#### 海螺水泥熟料生产成本低于同行

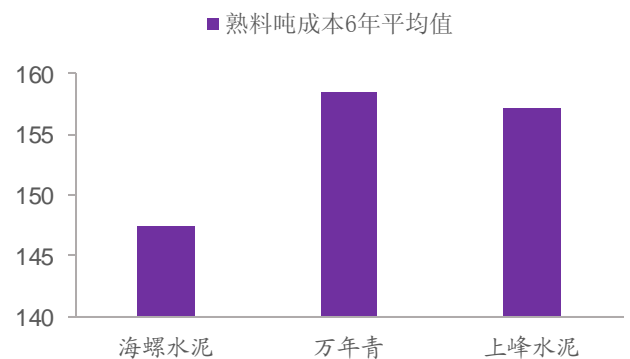
我们以华东区域水泥企业作为比较对象，以近 6 年熟料吨成本平均值来看，海螺水泥为 147 元/吨，万年青为 159 元，上峰水泥为 157 元，海螺水泥的吨成本低于同行 10 元。

图表14：海螺水泥熟料吨成本与同行对比（元/吨）



资料来源：wind，联讯证券

图表15：海螺水泥熟料吨成本均值与同行对比（元/吨）



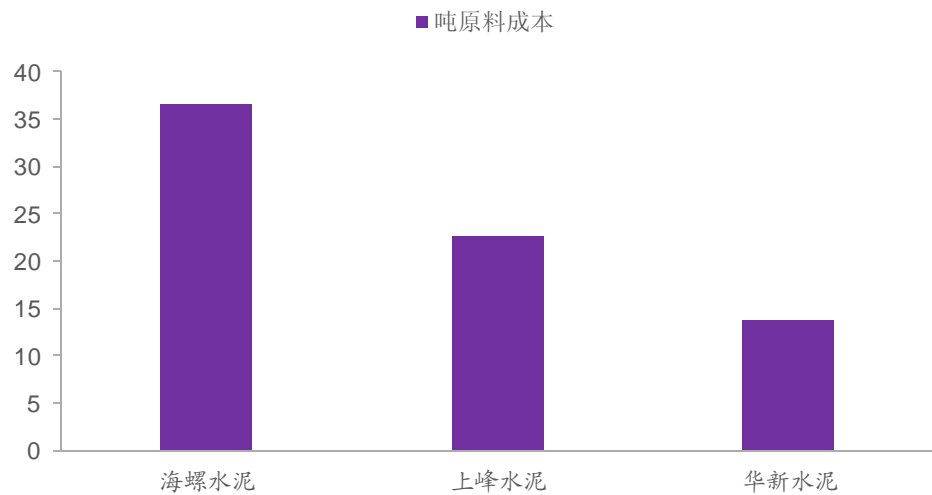
资料来源：wind，联讯证券

### 成本端的优势并非来源于石灰石矿上资源

尽管市场普遍认为，早年收购的大量廉价石灰石资源是海螺水泥成本优势之一，我们也认为这是公司的竞争优势之一，保证了公司经营的持续性及成本的稳定性，并且形成了一定的护城河，因为重置成本较高，但石灰石资源并不是公司成本优势的核心，至少从年报公布的数据看，海螺水泥的吨原材料成本并不显著低于同行。



图表16： 海螺水泥吨原料成本高于同行

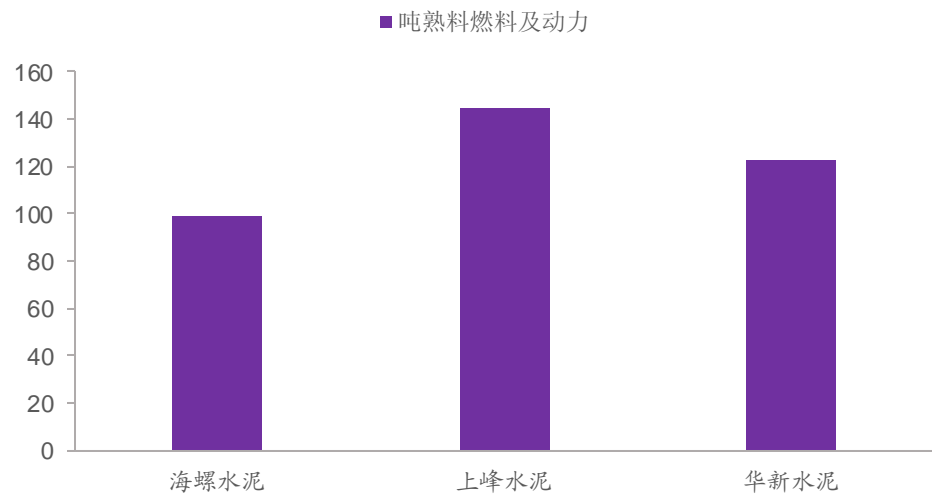


资料来源:wind, 联讯证券

### 燃料和动力成本才是公司成本优势的主要来源

我们对比了海螺跟上峰、华新水泥的成本构成，海螺水泥吨熟料燃料和动力成本约 99 元、上峰水泥约 144 元，而华新水泥 123 元，海螺水泥的成本优势主要体现在燃料和动力上。

图表17： 海螺水泥吨原料成本高于同行



资料来源:wind, 联讯证券

从成本拆分的情况来看，燃料和动力成本以及折旧成本是海螺水泥明显优于同行的地方。而燃料和动力成本的优势构建我们认为主要得益于 3 个原因：规模、生产线及环保。

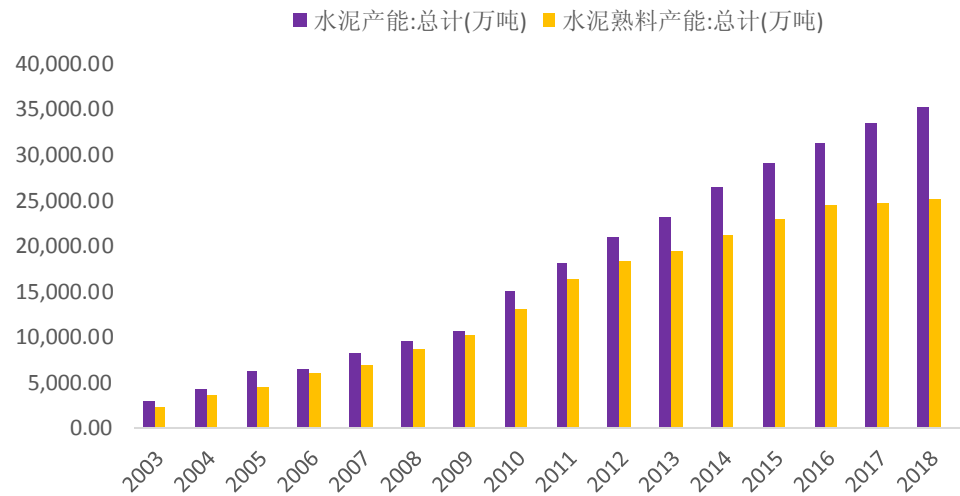
### 规模优势——公司是国内第二大水泥生产企业

目前公司拥有铜陵、英德、池州、枞阳、芜湖 5 个千万吨级特大型熟料基地，基地横跨华东、华南、西部区域以及缅甸、老挝、越南等国，水泥熟料产能 3.53 亿吨，是中



国第二大的水泥生产企业。

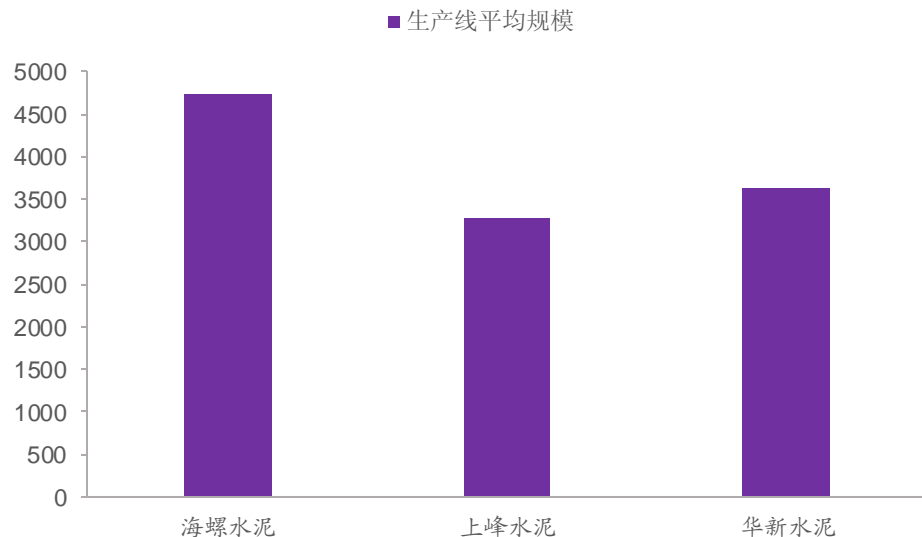
图表18: 海螺水泥产能情况



资料来源: 公司公告, 联讯证券

规模优势体现在两个方面,一个是采购上更强的话语权,公司通过与大型煤炭企业签订长协价,平抑价格波动;二是大规模生产线带来的成本下降;在水泥成本构成中,燃料及动力成本是大头,普遍占到成本的60%左右,而根据研究结果,单条水泥生产线的产能越大,节能效果越明显,一般来讲,生产线产能每提升1000T/d,能耗水平可下降3%。

图表19: 海螺生产线平均规模显著高于同行



资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 节能环保进一步降低成本

燃料和动力成本低的第三个原因是公司的循环利用生产方式,海螺水泥是纯低温余热发电技术的最早应用者,早在十几年前就开始配套建设余热发电系统,目前海螺水泥熟料生产线全部配套余热发电系统,一条日产5,000吨生产线每天可利用生产线产生的





余热发电 21-2 万度，每年节约标准煤约 2.5 万吨，减排二氧化碳约 6 万吨。

2018 年，公司水泥熟料生产线共运行 112 套余热发电机组，总装机容量 1,399 兆瓦，全年累计发电 82.79 亿度，按火力发电同口径计算，可节约标煤 298 万吨，相当于减排二氧化碳 795 万吨。

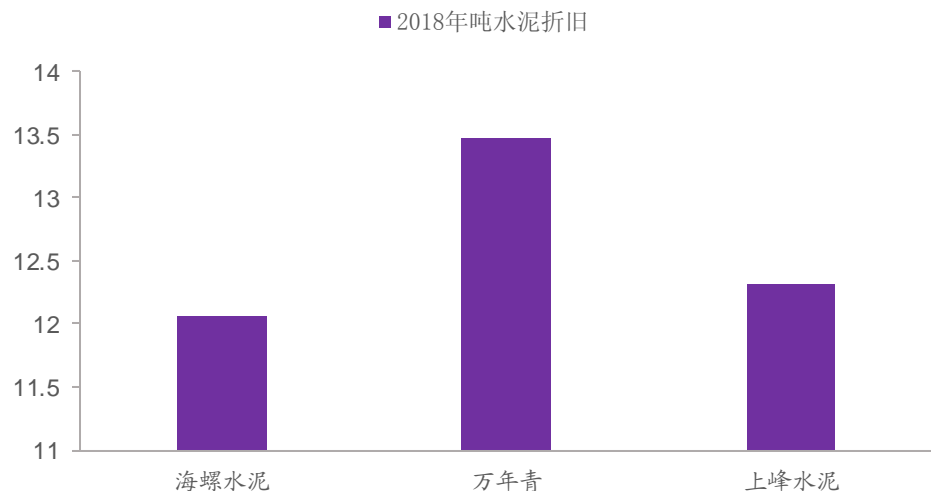
公司积极开发新能源另一方面可能还是体现在节能环保的理念上，余热发电，协同处理垃圾等业务的发展也一定程度降低了海螺水泥的燃料及动力成本。

公司还积极推广水泥窑协同处理城市生活垃圾技术，2018 年公司联合海螺创业（香港联交所上市：0586）和集团下属工厂所在地政府积极开展合作，累计处理城市生活垃圾 97.81 万吨、污泥 13.55 万吨，处置危废 8.31 万吨、其他一般固废 7.24 万吨，有效解决了垃圾焚烧填埋带来的土地占用和环境污染问题，同时实现变废为宝，创造了良好的经济和社会效益。

### 海螺水泥吨折旧优于同行

除了燃料和动力，海螺水泥熟料成本中的吨折旧也低于同行，我们对比了一下 2018 年华东地区三家公司的吨熟料折旧，海螺 12.07 元明显低于上峰水泥和万年青。我们判断主要还是因为海螺有自己的工程公司和装备制造企业，使得其吨产能的固定资产投资小于同行。

图表 20：海螺水泥熟料吨折旧低于同行

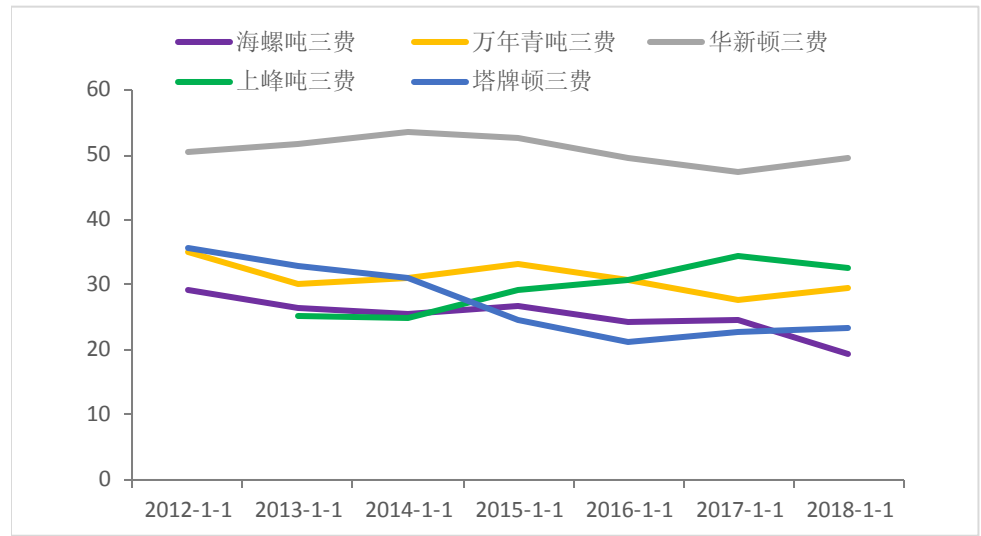


资料来源:年报, 联讯证券

### 管理端：严控三费，大力发展信息化

公司持续通过各种手段提升管理效率，从结果来看，海螺水泥吨三费持续下降，且大部分时间均低于同行。

图表 21：海螺水泥吨费用显著低于同行



资料来源:联讯证券

### 公司内部 IT 支持完善，助力海螺水泥生产管控

公司也是行业内最早借助信息化提升管理和生产效率的企业，海螺水泥的 IT 服务支持为海螺信息技术工程有限公司，该公司于 2008 年成立，主要业务是水泥建材行业工业自动化和企业信息化的软件提供，同为海螺集团子公司，海螺信息技术公司可以在有充分业务背景下，针对性的对海螺水泥提供和优化企业内部的自动化信息平台，其技术包括了水泥熟料生产线应用控制系统 DCS,水泥生产仿真系统等。我们认为这些这些技术早期的实现侧面体现了公司生产控制系统的完善，同时相对于同行采用的第三方技术支持，海螺水泥的 IT 支持可以在更短的时间内提供优化和改进。

图表22: 海螺信息技术支持项目

- 自主研发的安徽海螺集团首条 2000t/d熟料线DCS系统
- 首条国产化示范线：池州海螺 5000t/d熟料线DCS系统
- 国内首条池州海螺8000t/d熟料线 DCS系统
- 世界上单体规模最大的水泥厂：铜陵海螺10000t/d熟料线DCS系统
- 世界上单线规模最大的芜湖海螺 12000t/d熟料线DCS系统

资料来源:公司官网，联讯证券



## 骨料业务迎来发展机遇期

### 骨料是个万亿级的市场

骨料是在混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料。砂石骨料是目前开采量最大的矿产资源，全球每年砂石骨料用量约 400 多亿吨，我国是全球最大的生产国和消费国，每年砂石骨料用量约 200 亿吨，按照 55-60 元每吨价格估算，目前产值已经超过万亿元。

图表23： 全球及中国骨料行业现状

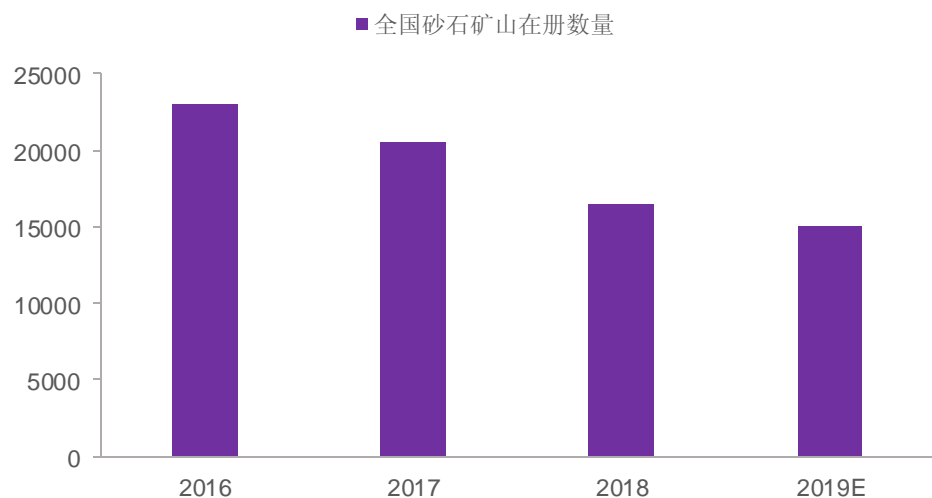


资料来源:砂石骨料网, 联讯证券

### 砂石骨料行业正在快速走向集中

目前我国砂石骨料行业依然高度分散，随着环境保护力度的加大，我国砂石矿山的供给结构持续改善，生产规模等级由小到大逐年上升，大型、超大型砂石矿山稳步增加，小型、微型砂石矿山加速减少。从矿山数量上看，截止 2018 年底，全国在册砂石矿山总计 16,503 家，较 2016 年末减少 28.5%，净减 6,571 家。

图表24： 全国砂石矿山在册数量



资料来源:智研咨询, 联讯证券



### 砂石开采环保政策趋严持续促进小微矿山退出市场

随着对生态环保的更加重视，国家对砂石矿山的环保要求大幅提升，随着各项要求的逐步落地，预计小微矿山快速淘汰的趋势还将持续，行业将向龙头企业快速集中。近几年来，国家对砂石矿山开采的规范主要体现在四个方面：一是矿产开采权严格规范；二是矿山环保政策严格；三是开采技术升级；四是生产质量提高；

图表25： 规范矿山开采的主要政策

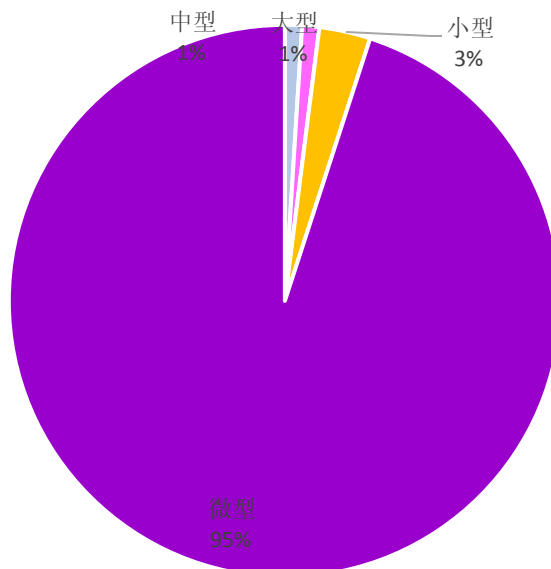
文件	出台时间	主要内容	影响
《国土资源部关于严格控制和规范矿业权协议出让管理有关问题的通知》	2015年8月	对于新审批矿产开采权的，要严格勘探，并按照规定处置开采权转让款。对于老矿山寻找接替资源的找矿项目和异地实施危机矿山接替资源找矿项目，需由采矿权人向登记管理机关提供有关批准文件或项目计划通知	限制了大量新老矿山开采权的出售转让。让原本比较模糊的规定清晰化，从而减少轻易获得采矿权的现象。根本上减少了新矿山增加，老矿山续采。
《生态文明体制改革总体方案》	2015年9月	到2020年，构筑起由8项制度构成的产权清晰、多元参与、激励约束并重、系统完整的生态文明制度体系	更加严格的明确了矿产开采的环保准则，严厉打击环保问题
《建设用砂石开采准入条件》修订稿	2016年	截至2020年，矿山企业需要严格按照《采矿技术管理标准》进行技术升级	不符合标准的企业，将面临严格的关停措施

资料来源：《中国砂石骨料行业发展报告》联讯证券

从结构上来看，我国砂石矿山中大中型矿山数量占比极低，仅占矿山总数的2%，而微型矿山数量巨大，占矿山总数的98%。而根据《建设用砂石开采准入条件》，到2020年，要求有资源条件的地级以上城市均应建立本地区砂石生产基地；全国创建行业10个产业示范基地，建设国家级绿色矿山试点单位10家；年产300万吨以上的机制砂石企业产量占国内总产量的50%以上。

显然目前的砂石矿山结构距离2020年的目标还非常遥远，但是微型矿山大量淘汰的趋势非常确定而且在未来一定时间内延续，对于以海螺水泥为代表的龙头企业来说，骨料业务将迎来黄金发展期。

图表26： 我国砂石矿山主要是微型矿山



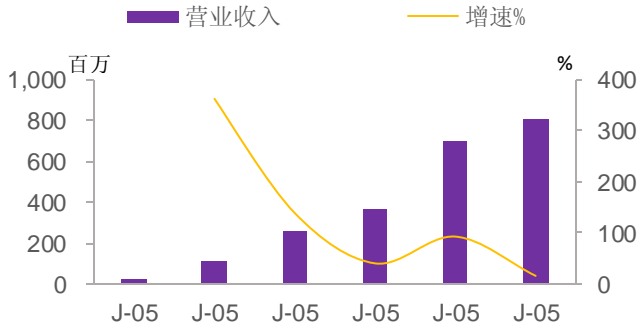
资料来源：智研咨询，联讯证券



### 海螺水泥骨料业务处于快速发展期

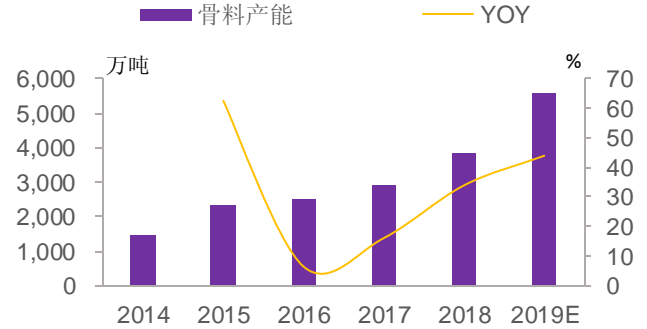
根据公司的公告，公司目前拥有骨料产能 3870 万吨，公司预计 2019 年将新增砂石产能 1700 万吨。公司曾表示到十三五末期，公司的骨料产能将达到 1 亿吨，随着产能的快速释放，预计公司骨料业务收入将继续保持快速增长。

图表27： 骨料业务较快增长



资料来源: wind, 联讯证券

图表28： 骨料业务销量及增长



资料来源: wind, 联讯证券

图表29： 公司拥有的砂岩矿资源

	砂岩矿山数量	保有储量 (万吨)	设计储量	设计年产 (万吨/年)	剩余服务年限 (年)
宁国水泥厂	1	2568		60	42.8
安徽铜陵海螺	2	6896	10000	194	
安徽枞阳海螺	1	1412		71	20
安徽池州海螺	2	6200		200 200	3 28
安徽怀宁海螺	1	396		66	6
安徽宣城海螺	1	308			
芜湖海螺水泥	1	4600		200	23
全椒海螺水泥	1	872.86	1432.86	56	26
浙江建德海螺水泥	1	2000		100	20
弋阳海螺水泥	1	3157.8			
广西兴安海螺水泥	1	400		20	20
扶绥新宁海螺	1	100	100	20	5
北流海螺水泥	1	550			
双峰海螺水泥	1	45			
湖南海螺水泥	1	53			
祁阳海螺水泥	1	1110		30	37
湖南益阳海螺水泥	1	200		25	8
四川广元海螺水泥	2	3694	3790	16	
达州海螺水泥	1	552		46	12
重庆海螺水泥	1	1475	1700	45	
梁平海螺水泥	1	411.5	430.5	19	
总量	24	37001.16			

资料来源: wind, 联讯证券



## 盈利预测与投资评级

假设一： 2019-2021 年公司自产水泥和熟料销量分别为 3.20、3.24、3.28 亿吨，同比分别增长 7.3%、1.3%和 1.2%；

假设二： 2019-2020 年公司自产水泥和熟料吨毛利分别为 177.5、176、175 元；

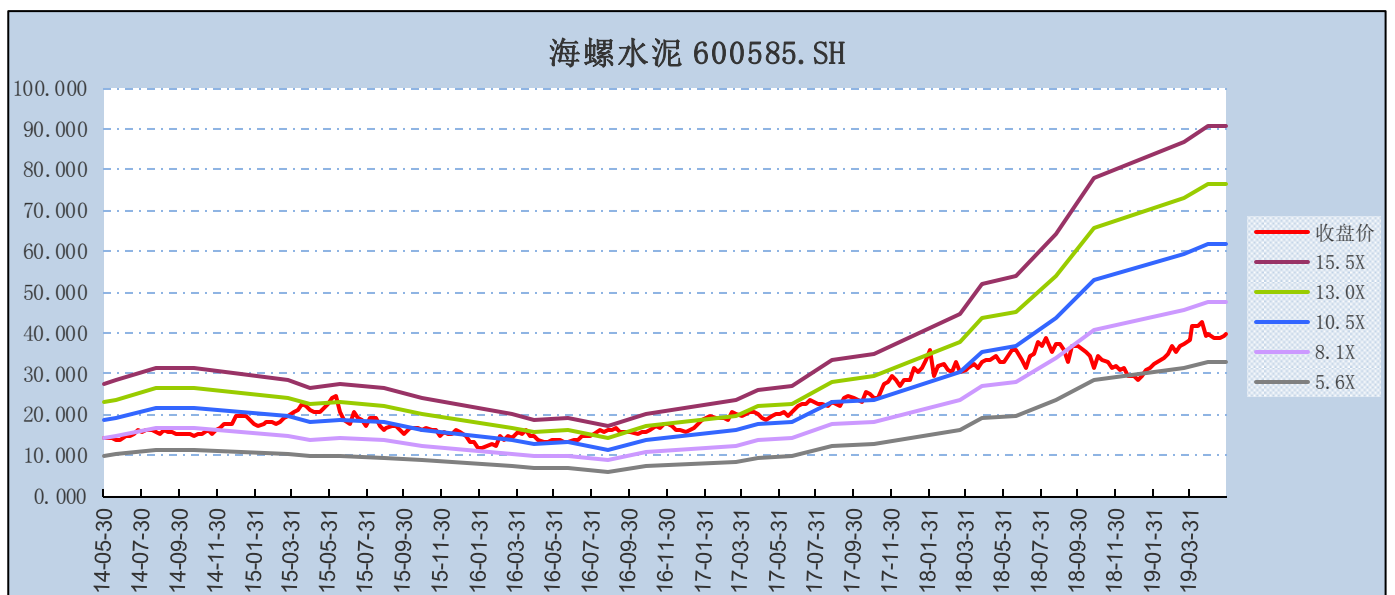
假设三： 费用率保持平稳。

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 1505、1591 和 1672 亿元，同比分别增加 17.2%、5.7%和 5.1%，净利润分别为 363.7、377.0 和 389.2 亿元，同比分别增长 22.0%、3.6%和 3.2%，EPS 分别为 6.86、7.11 和 7.34 元，对应 19-21 年 PE 分别为 5.8/5.6/5.4x。我们预计公司 19 年销量增长将达到 7%，价格中枢将进一步上行，而长期来看，海外业务，骨料业务以及行业整合都有空间，目前公司对应 19 年 PE 仅 5 倍出头，我们按照 7-8 倍 19PE，给予合理估值区间 48.02-54.88 元，重申“买入”评级。

## 风险提示

需求大幅下滑；水泥价格大幅下跌；安全生产风险；

图表30: PE Bands



资料来源：公司公告，联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	37619	62080	83098	107331	营业收入	128403	150521	159103	167156
应收款项	25501	28867	30513	32057	营业成本	81230	92946	99772	106147
存货净额	6023	9495	10172	10818	营业税金及附加	1458	1716	1814	1906
其他流动资产	2885	2709	2864	3009	销售费用	3733	4365	4455	4680
<b>流动资产合计</b>	<b>72053</b>	<b>103177</b>	<b>126671</b>	<b>153240</b>	管理费用	3752	4795	5020	5210
固定资产	63779	59898	58261	54119	财务费用	(474)	(501)	(919)	(1372)
无形资产及其他	8372	8093	7814	7535	投资收益	658	500	500	500
投资性房地产	2162	2162	2162	2162	资产减值及公允价值变动	(184)	0	0	0
长期股权投资	3182	3182	3182	3182	其他收入	704	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>149547</b>	<b>176512</b>	<b>198089</b>	<b>220237</b>	营业利润	39882	47701	49461	51084
短期借款及交易性金融负债	4128	5600	5600	5600	营业外净收支	(253)	600	600	600
应付款项	6396	9495	10172	10818	<b>利润总额</b>	<b>39629</b>	<b>48301</b>	<b>50061</b>	<b>51684</b>
其他流动负债	15628	19105	20402	21664	所得税费用	8993	10964	11364	11732
<b>流动负债合计</b>	<b>26152</b>	<b>34201</b>	<b>36174</b>	<b>38082</b>	少数股东损益	822	966	1001	1034
长期借款及应付债券	6105	6105	6105	6105	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>29814</b>	<b>36371</b>	<b>37696</b>	<b>38918</b>
其他长期负债	872	872	872	872					
<b>长期负债合计</b>	<b>6978</b>	<b>6978</b>	<b>6978</b>	<b>6978</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>33129</b>	<b>41178</b>	<b>43151</b>	<b>45059</b>	净利润	29814	36371	37696	38918
少数股东权益	3729	4459	5216	5997	资产减值准备	209	2865	(133)	(201)
股东权益	112689	130874	149722	169181	折旧摊销	4953	8294	9049	9622
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>149547</b>	<b>176512</b>	<b>198089</b>	<b>220237</b>	公允价值变动损失	184	0	0	0
					财务费用	(474)	(501)	(919)	(1372)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营运资本变动	(6412)	2779	(636)	(628)
每股收益	5.63	6.86	7.11	7.34	其它	412	(2135)	889	982
每股红利	1.37	3.43	3.56	3.67	<b>经营活动现金流</b>	<b>29161</b>	<b>48174</b>	<b>46866</b>	<b>48693</b>
每股净资产	21.26	24.70	28.25	31.93	资本开支	(5090)	(7000)	(7000)	(5000)
ROIC	26%	32%	35%	37%	其它投资现金流	(23)	0	0	0
ROE	26%	28%	25%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5504)</b>	<b>(7000)</b>	<b>(7000)</b>	<b>(5000)</b>
毛利率	37%	38%	37%	36%	权益性融资	182	0	0	0
EBIT Margin	30%	31%	30%	29%	负债净变化	(2254)	0	0	0
EBITDA Margin	34%	37%	36%	35%	支付股利、利息	(7284)	(18185)	(18848)	(19459)
收入增长	70%	17%	6%	5%	其它融资现金流	8097	1472	0	0
净利润增长率	88%	22%	4%	3%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(10797)</b>	<b>(16713)</b>	<b>(18848)</b>	<b>(19459)</b>
资产负债率	25%	26%	24%	23%	<b>现金净变动</b>	<b>12859</b>	<b>24461</b>	<b>21018</b>	<b>24234</b>
息率	3.5%	8.6%	8.9%	9.2%	货币资金的期初余额	24760	37619	62080	83098
P/E	7.1	5.8	5.6	5.4	货币资金的期末余额	37619	62080	83098	107331
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2	企业自由现金流	23005	40173	38550	42035
EV/EBITDA	5.6	4.6	4.4	4.3	权益自由现金流	28848	42032	39260	43095

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)