



Research and
Development Center

深度复盘水泥行业，龙头估值存提升空间

—— 海螺水泥（600585.SH）深度报告

2020年05月12日

娄永刚 首席分析师

黄礼恒 资深分析师

海螺水泥：深度复盘水泥行业，龙头估值存提升空间

2020年05月12日

本期内容提要：

- ◆ **水泥行业高利润将在中期维持。**国内水泥行业需求在 2014 年进入平台期已达 6 年，高利润水平维持超过 3 年，面临较大均值回归压力；而我们认为基于国内水泥行业市场格局、供给弹性被压制以及稳就业、稳经济的需求支撑，国内水泥行业未来 3 年依然能维持较高的价格和盈利水平。现有约束条件下，厂商产量向上弹性弱于向下；在整体格局维持较好的情况，局部格局持续改善。即使悲观条件下，国内水泥行业在政策、行业协会及龙头协同的作用下能够承受需求下滑 2 亿吨而维持较高的价格和盈利水平。
- ◆ **水泥长期需求不会坍塌。**远期水泥需求随建设强度下降的趋势较为确定，但根据我国发展路径以及经济结构，并考虑行业格局，水泥需求维持高位的周期更长，回落的过程波动将更为舒缓，海外水泥行业不具备国内如此优异的政策环境及市场格局。同时考虑国内基建的逆周期调节，在经济受到冲击时，水泥需求坍塌的可能性较小。根据日本、法国、韩国与美国等水泥行业成熟国家的经验，水泥的总需求量可能出现双峰情况，间隔在 10-15 年之间；在第一个需求峰值后需求平台期维持可能超过 10 年；而期间最大下滑幅度平均在 15%--20%，国内水泥的需求高峰出现在 2014 年，至 2018 年最高下滑 12.1%，后续较 2018 年下滑空间应不大。
- ◆ **海螺水泥龙头优势进一步凸显。**作为产量最大的单一品牌厂商，海螺水泥是全球水泥行业发展典范，在持续深耕“T 型战略”的基础上迅速布局全国，成本、产能及利用率、期间费用率以及对区域内价格控制能力均优势明显。2016 年后仍能通过深挖潜力提升产能利用率，市占率稳步提升；同时加快多元化布局以及海外业务拓展，未来将提供 50 亿量级的毛利增量。
- ◆ **估值仍具较大提升空间。**水泥行业 2016 年后持续高利润和现金流，行业 PE 维持在 8x 左右，变动较小，因此 PB-ROE 估值方法更适合水泥行业。随高景气的持续，海螺水泥 PB 中枢逐步抬升；在 2020-2021 年预计维持 20% 的高 ROE 情况下，公司合理水平 PB 在 2.5x 左右，仍有 25% 提升空间。在充足现金支撑下（预计 2020 年现金及理财将达到 900 亿元），2020-2021 年分红可能超预期，若 2020-2021 年分红率达到 50%，则股息率将达到 5% 左右，在全球无风险收益率持续下行的环境下，具有充足吸引力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年熟料水泥销量分别增长 5%、3%、2%，水泥熟料销售均价分别为 326、326、322 元/吨；成本为 171、169、168 元/吨，对应归母净利润分别为 352、375、379 亿，EPS 为 6.64 元、7.09 元和 7.16 元，PB 为 2.0x、1.8x、和 1.66x，给予公司 2020 年 2.5x PB 水平，对应合理市值在 4050 亿元，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**水泥价格大幅上涨，经济刺激政策超预期，公司分红率超预期等。

证券研究报告

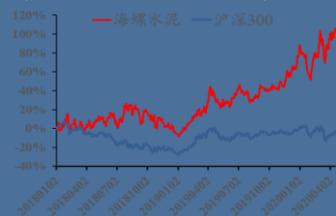
公司深度研究

海螺水泥（600585.SH）



首次评级

海螺水泥相对沪深 300 表现



资料来源：WIND，信达证券研发中心

公司主要数据（2020-05-11）

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 61.95 |
| 52周内股价波动区间(元) | 35.61-62.87 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 6.9% |
| 总股本(亿股) | 52.99 |
| 流通A股比例(%) | 75.49% |
| 总市值(亿元) | 3196 |

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

姜永刚 金属&新材料行业首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业分析师

执业编号：S1500520040001

邮箱：huangliheng@cindasc.com

联系人：董明斌

邮箱：dongmingbin@cindasc.com

联系人：云琳

邮箱：yunlin@cindasc.com

◆ **风险因素：** 地产投资增速不及预期，基建投资不及预期，水泥价格大幅下滑，疫情反复。

| 重要财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万) | 128402.6 | 157030.3 | 167839.2 | 178340.6 | 186656.3 |
| 同比(%) | 70.50% | 22.30% | 6.88% | 6.26% | 4.66% |
| 归属母公司净利润 (百万) | 30233.1 | 33592.8 | 35200.2 | 37548.8 | 37932.6 |
| 同比(%) | 90.69% | 11.11% | 4.79% | 6.67% | 1.02% |
| 毛利率(%) | 36.74% | 33.29% | 32.29% | 31.99% | 30.70% |
| ROE(%) | 29.51% | 26.87% | 23.80% | 22.24% | 20.11% |
| EPS (摊薄) (元) | 5.63 | 6.34 | 6.64 | 7.09 | 7.16 |
| P/E | 5.80 | 8.82 | 9.3 | 8.7 | 8.7 |
| P/B | 1.38 | 2.11 | 2.07 | 1.83 | 1.66 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年05月11日收盘价

目 录

| | |
|---|----|
| 水泥行业将在中期范围内维持高利润..... | 1 |
| 1.1 中期供需边际将维持平衡偏紧的状态, | 1 |
| 水泥长期需求不会坍塌 | 11 |
| 2.1 水泥总产量可能呈现双峰情况 | 11 |
| 2.2 人均需求峰值之后将维持较长周期高需求 | 16 |
| 2.3 发达国家水泥产业经历两次以上的产业整合 | 18 |
| 多元化以及拓展海外贡献业务和利润增量 | 20 |
| 3.1 骨料业务市场分散, 环保政策促进行业整合, 具有资源优势企业享受高利润水平... .. | 21 |
| 3.2 海外水泥龙头发展过程均经历多元化道路 | 24 |
| 3.3 公司在印尼等东南亚地区大量布局 | 26 |
| 海螺水泥龙头优势进一步凸显 | 36 |
| 4.1 公司基本情况 | 36 |
| 4.2 国内水泥行业发展历程回顾 | 40 |
| 4.3 海螺水泥发展历程及优势 | 45 |
| 4.4 海螺水泥对比海外龙头 | 51 |
| 4.5 海螺水泥财务数据 | 58 |
| 4.6 关于海螺水泥多元化探索的思考 | 59 |
| 估值水平仍有提升空间 | 60 |
| 5.1 对比水泥行业估值情况 | 60 |
| 5.2 与海外水泥龙头公司横向对比 | 61 |
| 5.3 海螺水泥自身历史估值水平 | 61 |
| 盈利预测及投资建议 | 63 |
| 风险分析 | 64 |

表 目 录

| | |
|---|----|
| 表 1. 仅考虑专项债投向基建比例增加 (亿元) | 6 |
| 表 2. 同时考虑专项债作为资本金的情况 (亿元) | 7 |
| 表 3. 2020 年 3-12 月基建投资维持较好增速 (亿元) | 7 |
| 表 4. 悲观预计下 2020 年需求下滑 2% 左右 | 10 |
| 表 5. 人均水泥需求情况 | 16 |
| 表 6. 日本水泥行业整个过程 | 20 |
| 表 7. 公司骨料业务毛利润大致匡算 | 23 |
| 表 8. 海路水泥混凝土业务毛利润相对较高 (%) | 24 |
| 表 9. 海螺水泥海外产能情况 | 28 |
| 表 10. 印尼水泥行业发展情况 | 31 |
| 表 11. 印尼水泥厂商情况 | 33 |
| 表 12. 水泥行业主要政策 | 44 |
| 表 13. 周期龙头在新业务方面拓展 | 60 |
| 表 14. 国内水泥公司估值情况对比 (亿元) | 60 |
| 表 15. 海外龙头公司盈利较差、ROE 和 PB 均较低 (亿元, %) | 61 |
| 表 16. 公司水泥熟料销量及价格成本假设 | 63 |

图 目 录

| | |
|--|----|
| 图 1: 2015 年之后水泥需求量和 GDP 增速逐步背离 | 2 |
| 图 2: 2019 年地产投资韧性和基建投资回升带动水泥产量增长 | 2 |
| 图 3: 国内熟料名义产能利用率和 CR10 市占率 | 3 |
| 图 4: 区域性集中度高于全国平均 | 4 |
| 图 5: 2020 年库容比维持在相对合理位置 | 5 |
| 图 6: 2015 年之后净新增产能冲击较小 | 5 |
| 图 7: 2019H2 竣工面积逐步提升 | 8 |
| 图 8: 预计 2020 年开工、竣工面积增速走阔 | 8 |
| 图 9: 预计 2020-2021 年地产开发资金来源增速分别为 2% 和 4.9% | 9 |
| 图 10: 地产投资完成额与地产资金来源合计之比在 0.7-0.75 之间 | 9 |
| 图 11: 2008 年人均水泥消费量与人均 GDP 的情况 | 12 |
| 图 12: 固定资本形成/GDP 和人均 GDP 呈倒 U 型 | 12 |
| 图 13: 固定资本形成/GDP 和城镇化率呈倒 U 型 | 13 |
| 图 14: 美国水泥需求量持续增长 | 14 |
| 图 15: 美国水泥价格在两次石油危机期间大幅上涨 | 14 |
| 图 16: 日本水泥产量呈双峰走势 | 15 |
| 图 17: 韩国、法国和中国台湾水泥产量数据 (千吨) | 15 |
| 图 18: 均水泥产量见顶之后呈现长期下滑趋势 | 17 |
| 图 19: 我国人均水泥产量在 2014 年之后形成需求平台 | 17 |
| 图 20: 美国水泥产能及利用率情况 | 18 |
| 图 21: 日本 GDP 增速和水泥产量增速 | 19 |
| 图 22: 2016 年砂石骨料市场格局较为分散 | 22 |
| 图 23: 上海地区砂石骨料价格大幅上涨 | 22 |
| 图 24: 拉法基营收 (上) 和盈利结构 | 25 |
| 图 25: 日本太平洋水泥营收结构 | 26 |
| 图 26: 印尼 GDP 情况 | 29 |
| 图 27: 印尼水泥产能和产能利用率情况 | 30 |
| 图 28: 印尼水泥 1983-1998 年情况 | 30 |
| 图 29: 印尼水泥产量稳步增长 | 31 |
| 图 30: 印尼水泥市场集中度较高 | 34 |
| 图 31: 两大水泥公司销售毛利率 | 35 |
| 图 32: Indocement 水泥销售价格及吨毛利 (元/吨) | 35 |
| 图 33: 海螺水泥海外业务情况 (亿元) | 36 |
| 图 34: 海螺水泥股权结构 | 37 |
| 图 35: 公司水泥产能产量情况 | 37 |
| 图 36: 上市以来营业收入及增速 | 38 |
| 图 37: 上市以来归母净利润及增速 | 38 |
| 图 38: 2008 年以来全国平均水泥价格 | 39 |
| 图 39: 公司营收和毛利润结构 | 39 |
| 图 40: 公司盈利较强 (%) | 40 |
| 图 41: 国内水泥产量 (万吨) | 41 |

| | |
|-------------------------|----|
| 表 17. 重要财务数据 (亿元) | 64 |
|-------------------------|----|

| | |
|--|----|
| 图 42: 水泥产业链较短 | 42 |
| 图 43: 2017 年国内水泥完全成本曲线 | 42 |
| 图 44: 水泥和煤炭价差 (元) | 43 |
| 图 45: 公司股价与净利润情况 | 46 |
| 图 46: 公司市占率持续提升 | 47 |
| 图 47: 海螺水泥吨成本 (左) 和吨管理费用 (右) 均较低 (元/吨) | 48 |
| 图 48: “T 型” 产能布局情况 | 48 |
| 图 49: 公司 A 股大幅跑赢沪深 300 | 50 |
| 图 50: 2002 年以来 H 股表现情况 | 50 |
| 图 51: 拉法基收入 (左) 和营业利润 (右) 占比情况 | 52 |
| 图 52: 拉法基水泥公司发展过程 | 53 |
| 图 53: 拉法基利润率情况 (左) 和 GDP 增速 | 54 |
| 图 54: 印尼水泥龙头在 2009-2016 年维持较高净利率 | 55 |
| 图 55: 拉法基 PE (左) /PB (右) 估值水平变化情况 | 56 |
| 图 56: 海螺水泥 PE (上)、PB (下) 演变情况 | 57 |
| 图 57: 海螺水泥净利润与经营性净现金流 (亿元) | 58 |
| 图 58: ROE、ROIC 和资产负债率水平 (%) | 59 |
| 图 59: 过去 5 年 PB-ROE 分布 | 62 |
| 图 60: 过去 10 年 PB-ROE 分布 | 62 |
| 图 61: 2008 年以来公司 PB-ROE 情况 | 62 |
| 图 62: 删除 2009-2010 年数据点后情况 | 62 |

水泥行业将在中期范围内维持高利润

2014 年以来随房地产调控，国内水泥需求进入平台期；2016 年以来在供给受到严苛约束下水泥行业景气度持续提升，水泥价格中枢连续抬升，期间经历 2018 年宏观去杠杆致使固定资产投资增速深度下行、2019 年地产韧性支撑需求以及 2020 年初公共卫生事件对下游的冲击等。在较长时间内维持较好利润水平，作为周期行业面临较大的均值回归压力，压制行业的估值水平。对比钢铁等其他周期行业，我们认为由于水泥行业出色的市场格局以及行业的协同能力，未来 3 年水泥行业依然能维持较高的价格和盈利水平。

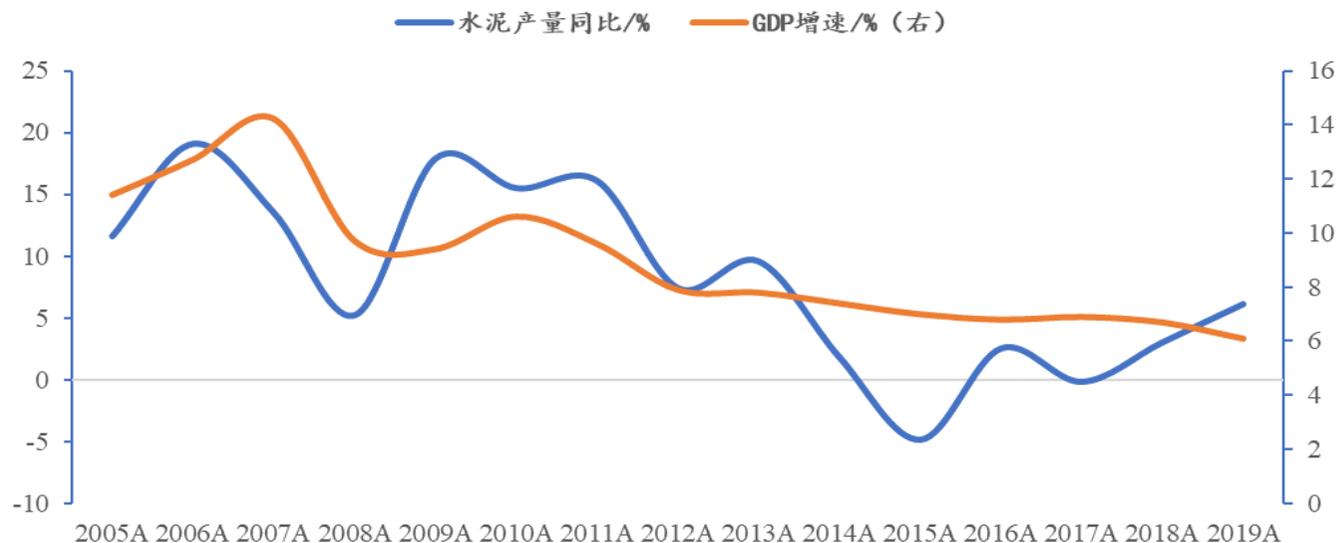
行业集中度较高保障竞争秩序较好，现有“均衡”状态稳固性较强，新增产能得到严苛控制避免现有格局遭受冲击。水泥行业政策市的特征继续加强压制产能利用率弹性，能够保障产能利用率在 80%左右的情况下各公司无法通过提升产能利用率提升产量，熨平行业周期实现淡季不淡、旺季更旺。

而需求将在中期范围内维持较强韧性。基建作为对冲经济下滑的重要抓手需求确定性较强，而地产则在“房住不炒”维持房价稳定的前提下地产政策进一步收紧的可能性较弱，可从供给侧适度边际放松地产行业以保障地方政府基金性收入不出现大幅波动，进而支撑地方政府稳就业、稳经济、稳预期、稳基建等政策的顺利实施。同时加大专项债的发行额度、下调部分项目资本金比例、专项债可用于项目资本金以及部分特别国债可以用于基建等支撑基建投资增速预计从 3.3%提升至 10%以上。即使悲观预期情况下，参照 2-17-2018 年情况，现有市场格局能够维持在产能利用率 75%--77%的情况下维持较高的价格中枢，对应需求下滑 2 亿吨左右。

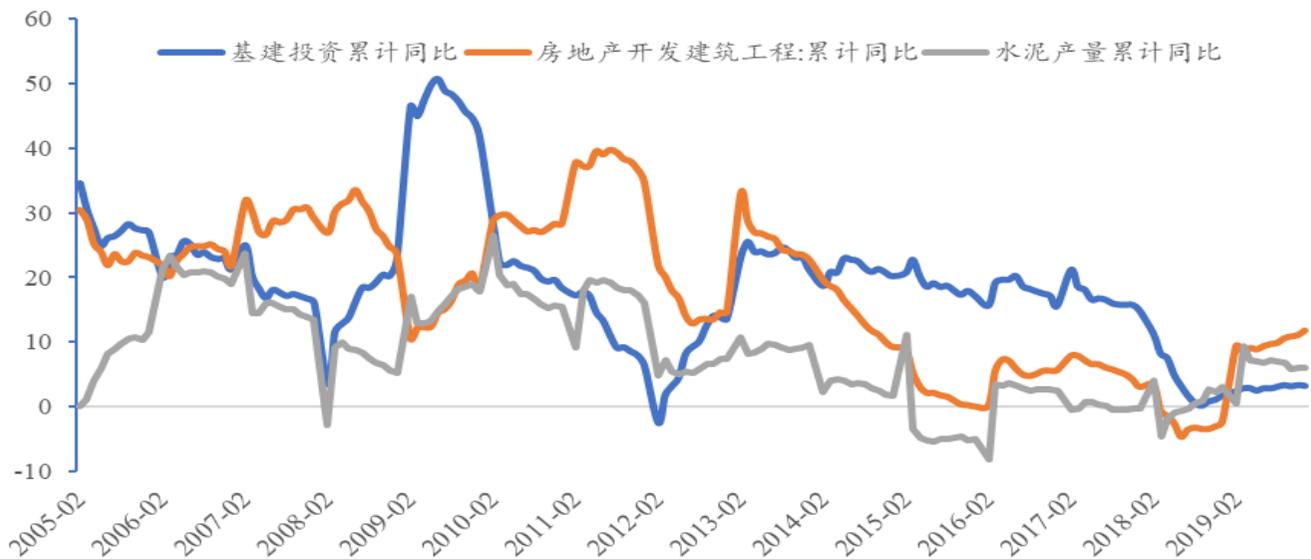
1.1 中期供需边际将维持平衡偏紧的状态

1.1.1 水泥价格与经济增速波动逐步解耦

2015 年之前国内水泥需求量与 GDP 增速和固定资产投资增速关联密切，高经济增速带动需求增长促使各厂商均大幅度扩充产能。2010 年以来 GDP 增速和固定资产投资增速放缓，带动水泥产量放缓；2014-2015 年房地产调控导致需求大幅下滑，打破原有弱平衡致使全行业出现亏损；而从 2016 年供给侧改革严禁新增产能、2017 年行业联合错峰生产，在中长期需求放缓的情况下供需进入新常态，维持供需紧平衡的状态已经四年；2018-2019 年房地产需求的韧性推升水泥价格及行业盈利中枢；2020 年初受到公共卫生事件的冲击，水泥价格虽有下滑但未超过季节性回调的范围。水泥价格与需求增速乃至经济增速的关联度逐步降低，中期范围内促使这种情况出现的行业政策、市场竞争格局以及厂商区域合作等因素并未发生改变。

图 1：2015 年之后水泥需求量和 GDP 增速逐步背离


数据来源：万得，信达证券研发中心

图 2：2019 年地产投资韧性和基建投资回升带动水泥产量增长 (%)


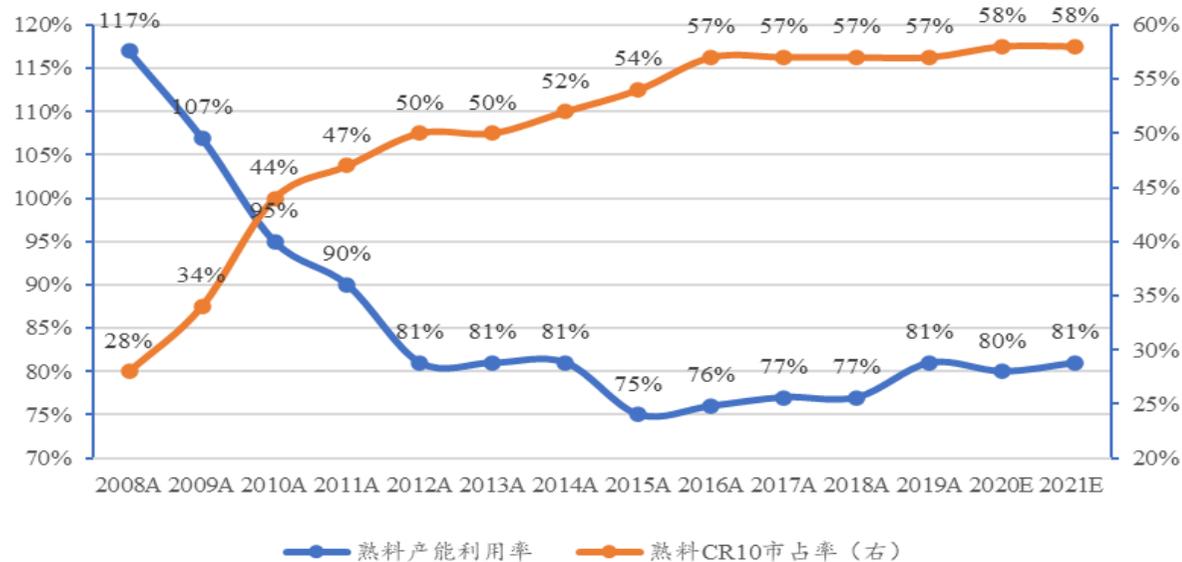
数据来源：万得，信达证券研发中心

1.1.2 供给收缩弹性强于市场预期

水泥作为周期性行业，产能利用率通常可以表示供需关系变化，而集中度是行业争格局状态的重要表征。水泥产品在可见时间范围内无替代品，供需的边际变化则直接决定行业景气变化，集中度情况是景气度维持的重要保障因素，决定景气度改变难度和持续周期。同时水泥不能保存且价值量低、运输半径小，单产线规模优势凸显，决定一定区域内产能集中度高、产线排他性较强；产线建设资金资金壁垒相对较高，建设周期较长决定短期内区域内产能难以继续快速提升。因此在分析水泥行业景气度时短期内看供需边际变化，而中长期则行业集中度的权重将提升。

水泥行业 2013-2017 年完成主动及被动去产能之后，国内水泥熟料总产能维持稳定，每年新增产能在 2000 万吨左右（1%），原有获批未建和产能置换产能预计将在 2-3 年建设完成，产能向上空间较小。但产能的弱弹性并不是产量的限制因素。在整体产能过剩的情况下，产能利用率是产量的决定性因素。2016 年后政策、行业规范以及公司协同合作对行业的影响进一步提升，2018 年整体需求出现较大幅度下滑的情况下，行业通过错峰生产、协同减产等措施维持降低产能利用率，推动水泥价格稳步上升。2015-2018 年产能利用率维持在 77% 的低位，2019 年需求超预期带动其提升至 81%。水泥行业已经形成通过压减产能利用率维持总体价格的良性循环，行业集中度较高及政策严格执行是支撑这种在较高利润的情况维持较低产能利用率的主要原因；对于水泥企业而言，利润比产量和市占率更重要，增加产量抢占市场份额的动力较小。

图 3: 国内熟料名义产能利用率和 CR10 市占率

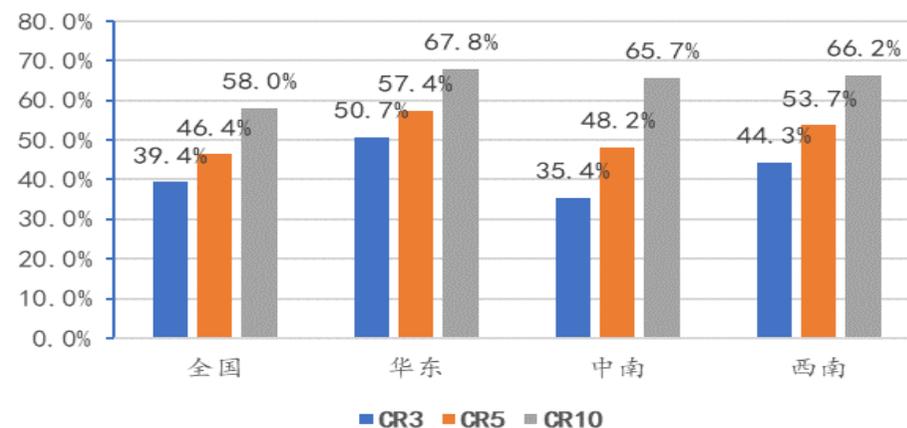


数据来源：中国水泥协会，信达证券研发中心

寡占格局是市场稳定的重要支撑力。全国水泥集中度持在 2016 年持续提升，到 2016 年 CR10 达到近 57% 的并保持稳定，但这种 CR10 在 57% 的水平并不足以使行业有 2017-2019 年如此优秀的协同合作能力和控产量效果。按照省份区域来看，东部、华中、东北以及西南等主要水泥需求地区的 CR10 集中度均超过 65%。同时以中国建材和海螺水泥领导的区域合作联盟进一步提升行业集中度，安徽、浙江、江西等地 CR10 超过 90%。在现阶段新增产能极少、并购重组成本高企的情况下，行业均衡格局将长时间维系。在无新产能冲击的情况下，厂商市场份额稳定，并无通过提升产能利用率增加产量提升市占率的冲动，而价格和利润成为厂商最重要的考量。对于水泥企业而言，联合控价比产量增长的意义更为重要。

考虑需求量数据，可以将我国单个省份与海外国家对比。虽然我国水泥厂商总体数量仍然较多，但区域性较强，浙江、江苏、广东单个省份的产量就超过全球绝大部分国家的需求量，因此整体集中度以及龙头公司产能利用率都相对较高的情况，区域集中度以及对产量的控制能力超过数字层面。

图 4：区域性集中度高于全国平均

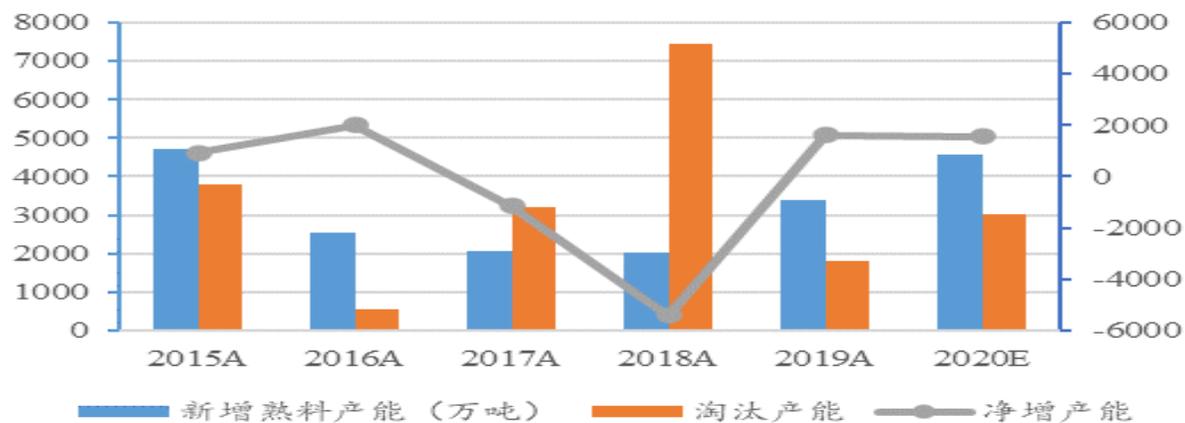


数据来源：中国水泥网，信达证券研发中心

从 2020 年第一季度需求大幅下滑情况下，水泥价格依然维持相对高位的情况下，并未超出季节性价格回调的范围。厂商并未出现增加产量以抢占市场的情况，产能利用率降至 40%，全国水泥平均价格从最高点 505 元/吨下降到 450 元，跌幅为 10% 左右，与 2017-2018 年和 2018-2019 年淡季水泥回调跌幅相近。同时库容比数据也能说明厂商的生产较为克制，协同减产较为统一。2020 年 3 月库容比仅为 66% 左右，周度数据的高点为 71%，均与 2018、2019 年高点相当，较 2015 年的 82% 仍有较大距离。

图 5：2020 年库容比维持在相对合理位置


数据来源：中国水泥网，信达证券研发中心

图 6：2015 之后净新增产能冲击较小


数据来源：中国水泥网，信达证券研发中心

新增产能几无冲击能力。2016年之后在严格执行减量产能置换的情况下，新增水泥产能均在1%左右，2018年净减少1600万吨；2019-2021年净新增产能在2000万吨以内，对总产能的冲击在1%以内。如上所述，产能并不是产量的决定性因素，总产能增加会被产能利用率的压减对冲，在协同控产量的行业格局情况下，新增产能并不能对产量和供需格局产生冲击，且净增量较小。

同时历史遗留问题仍在加速解决，宁夏、甘肃等地的电石渣产能错峰生产将在2020年之后严格执行；广西地区产能置换政策进一步明确，禁止跨省指标产能置换，优先完成省内300万吨产能情况，有利于进一步优化两广地区供需格局。

(2) 2020-2021年水泥需求不会出现“坍塌”式下滑

国内水泥的下游分为基建、地产和农村市场，无准确占比数据，2015年之前大致为4:3:3，2018-2019年大致调整为4:4:2或3.5:4.5:2，可以从散装水泥占比提升大致推断农村水泥占比的下降（环保、标号因素也有重要影响）。2016年之后水泥产量与基建和地产投资增速关联性较弱，主要原因为行业去产能，部分产能未能统计，统计的产量弹性不明显。**2019年水泥产量累计增速大致与基建和地产投资增速平均值相当。**

国内疫情一方面影响下游开工，对水泥需求压制，但另一方面将增加稳经济、稳就业、稳增长的压力，带来基建投资、地产投资的增速的超预期。从目前国内政策方面，基建成为主要方向，而地产投资存在超预期的可能；2020年下半年在房地产行业供给端为主要方向，主要表现在严控房价的基础上增加土地供给、地产厂商融资难度较低，以稳定地产投资。

基建投资增长主要依赖地方政府专项债提供增量资金，2020年主要增长点包括提升专项债投向基建比例、专项债用作资本金以及降低部分项目资本金比例。根据我们测算，在考虑上述因素的情况下，中性预计将提升基建增速8%-10%，对应2020年基建投资总额约在19.66—20.03万亿元。2020年1-2月份基建投资完成额为8594亿元，对应3-12月投资总额为18.8-19.17万亿元，较2019年同比提升10.4%--12.5%；超过2019年地产投资增速数据（主要为地产建筑工程投资增速）。水泥储储存期较短，如果下游出现赶抢工情况，水泥生产将出现阶段性供给紧张的情况。

表 1. 仅考虑专项债投向基建比例增加（亿元）

| 专项债投 | 2019年专项债额度 | 投向基建的比例 | 2020年投向基建的金额 | 2019年投向基建的金额 | 投向基建转向债增量 | 2019年基建投资 | 弹性 | |
|------|------------|---------|--------------|--------------|-----------|-----------|--------|-------|
| 向基建的 | 谨慎 | 28000 | 40% | 11200 | 5801 | 5399 | 2.97% | |
| 弹性 | 中性 | 30000 | 50% | 15000 | 5801 | 9199 | 182050 | 5.05% |
| | 乐观 | 35000 | 60% | 21000 | 5801 | 15199 | | 8.35% |

数据来源：信达证券研发中心

表 2. 同时考虑专项债作为资本金的情况 (亿元)

| 可用 作资 本金 的弹 性 | 2020 年发行数 额 | 投向基建作为 资本金比例 | 用作资本 金的金额 | 项目平均资 本金占比 | 专项债用作 资本金时撬 动的基建投 资额 | 专项债用作普 通资金时撬动 的基建投资额 (占比 50%) | 增加数额 | 2019 年基建 投资 | 弹性 | |
|---------------------------|----------------|-----------------|--------------|---------------|-------------------------------|--|-------|----------------|--------|------|
| | 28000 | 谨慎 | 15% | 4200 | 40% | 10500 | 8400 | 2100 | 1.2% | |
| | 30000 | 中性 | 20% | 6000 | 35% | 17142.86 | 12000 | 5143 | 182050 | 2.8% |
| | 35000 | 乐观 | 25% | 8750 | 30% | 29166.67 | 17500 | 11667 | | 6.4% |

数据来源: 信达证券研发中心

表 3. 2020 年 3-12 月基建投资维持较好增速 (亿元)

| 2020 年 3-12 月弹性 测算 | 2019 年基 建投资 | 预计 2020 年 投资增速 | 2020 年基建 投资预期 | 2020 年 1-2 月投资额 | 同比下降 | 2019 年 1-2 月 | 2019 年 3-12 月完成 | 2020 年 3-12 月预期完成额 | 3-12 月同比 增速 |
|-----------------------------|----------------|-------------------|------------------|--------------------|--------|--------------|--------------------|-----------------------|----------------|
| | 182050 | 8% | 196614 | 8594 | 26.86% | 11750 | 170300 | 188020 | 10.4% |
| | 182050 | 10% | 200255 | 8594 | 26.86% | 11750 | 170300 | 191661 | 12.5% |

数据来源: 信达证券研发中心

受疫情影响地产方面可能出现类似于 2018 年抢开工销售的情况

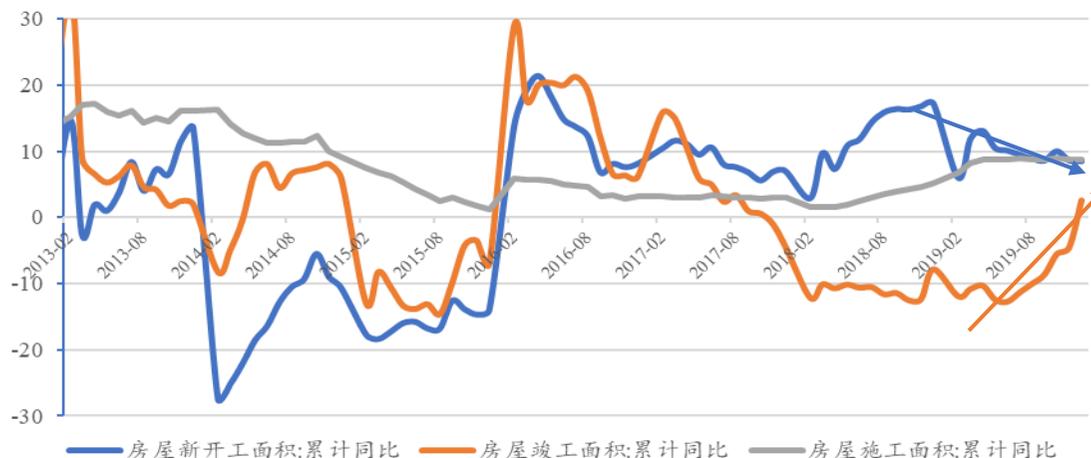
2019 年下半年投资从前端开工向中后端施工、竣工转移的趋势较为明显, 可能对水泥的需求产生一定影响, 但 2020 年的疫情可能会部分扭转该趋势, 暂时打断地产竣工节奏, 投资重新集中到开工端的情况。疫情致使地方政府对交房延迟放宽政策限制。开发商在 2020H1 现金流面临较大压力, 大概率通过将施工竣工部分资金投入重新转移到开工阶段, 加快开盘推盘回流资金, 复制 2018-2019H1 的开发商加快开工状态。

房地产作为稳定国内经济的基石, 核心政策方面坚持“房住不炒”, 而稳定房地产投资对于地方政府而言仍极其重要。房地产市场可以从供给和需求两个方面考量, 而在“房住不炒”的政策主基调下, 控制房价稳定的情况下从供给方面有边际放松的空间。一是增加土地供给, 包括加快集体土地入市, 保障地方政府基金性收入; 另一方面可以放松对开发商融资的控制, 降低其融资难度, 保障一定开发投资增速, 以稳定产业链及就业。

地产开发资金方面, 预计地产厂商自筹款相对于 2019 年受影响较小, 对地产融资的限制难以进一步提升, 在 2020 年流动性继续宽松的情况下, 地产融资成本存在较大幅下行空间。预售款(定金及预售款、个人按揭)预计将随销售增速下降有所影响。假定国内贷款和自筹资金增速相对于 2019 年提升 5 PCT 增速, 即使预售款与个人按揭增速从 2019 年的 10.7%和 15.1% 下降到 2020 年的-5%左右, 地产开发资金来源仍能维持正增长, 从 2019 年 7.6%下降到 2020-2021 年的 2%和 4.9%。

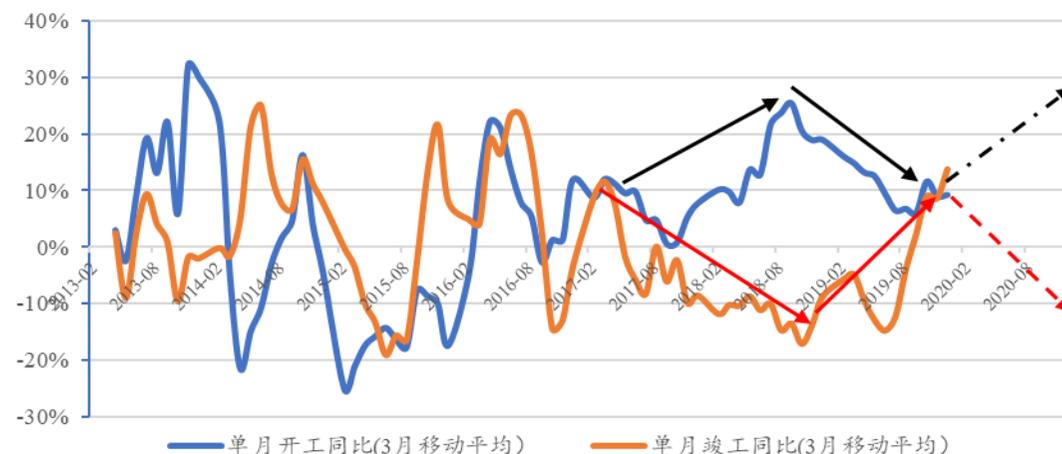
房地产投资开发投资完成额与资金来源之间的比值近 10 年来维持在 0.7—0.74 之间，与当年的地产景气度相关，景气度高时一般为政策边际较为宽松、地产厂商融资较为便利致使比值较小，预计 2020--2021 年该比值将增加，投资完成额增速预计将高于资金来源增速。

图 7: 2019H2 竣工面积逐步提升



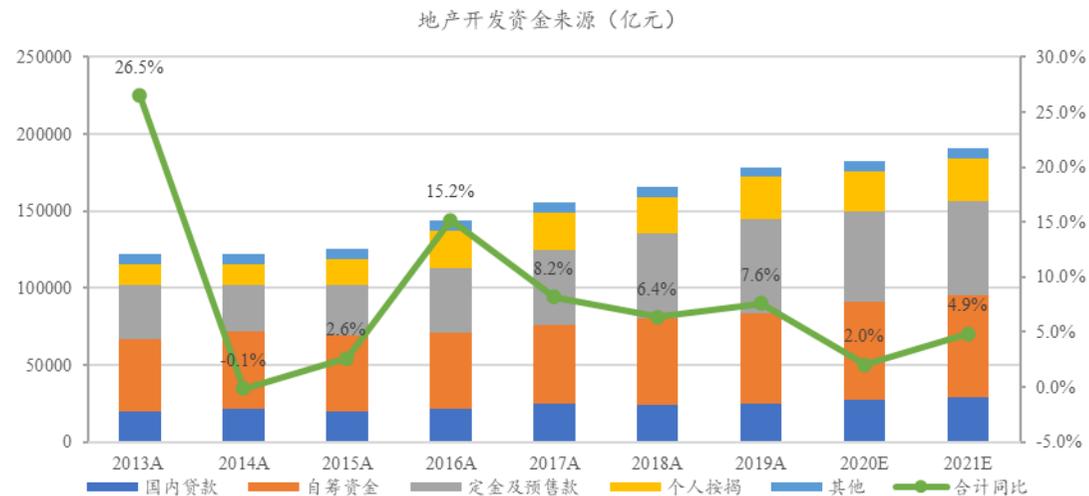
数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 预计 2020 年开工、竣工面积增速走阔



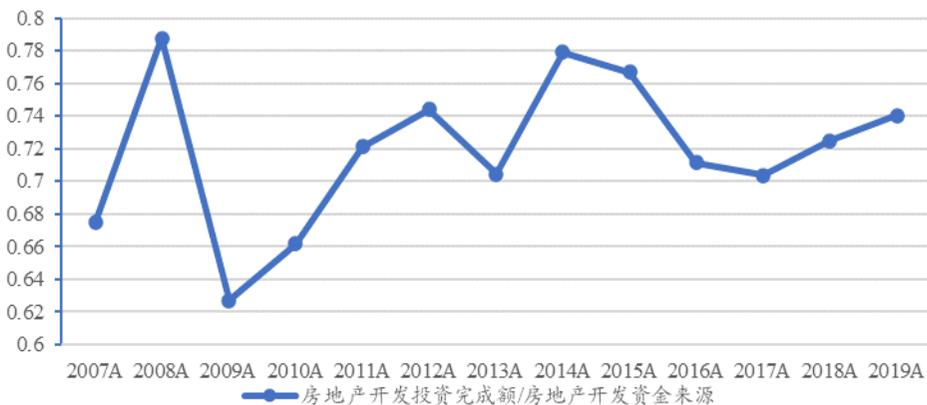
数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 预计 2020-2021 年地产开发资金来源增速分别为 2%和 4.9%



数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10: 地产投资完成额与地产资金来源合计之比在 0.7-0.75 之间



数据来源: 万得, 信达证券研发中心

悲观假设情况下冲击依然较小

悲观假设情况下，2020 年需求出现下滑；参考 2018 年的产量相对 2017 年 23.26 亿吨下滑 6%到 21.77 亿吨，对应的基建投资和地产投资增速分别从 14.93%和 3.1%下降到 2018 年的 1.79%和 -2.3%，行业在政策及公司协同压减产量支撑下，价格稳定上升。2020 年的供给格局较 2018 年更好，在稳经济、稳就业的诉求下，政策及流动性环境大幅优于 2018 年，投资增速整体在较高维位置维持的可能性较大，不会出现 2018 年增速大幅下滑的情况。

假设水泥消费量较 2019 年下滑 2%，约 5000 万吨，而 2019 年平均日产量 700 万吨，相当于错峰生产增加 7 天左右，或者产能利用率降低 1.76 PCT。2020 年 1-2 月产量同比下滑 6200 万吨，则 3-12 月总体需求量将稳定，在现在行业集中度及协同合作的情况下，对价格的冲击较小。

表 4. 悲观预计下 2020 年需求下滑 2%左右

| | 基建投资同比增速 | 房地产开发建筑工程同比 | 水泥产量 亿吨 | 水泥计算增速 |
|-------|----------|-------------|------------|--------|
| 2016A | 15.71% | 5.70% | 24.03 | 2.34% |
| 2017A | 14.93% | 3.10% | 23.16 | -3.61% |
| 2018A | 1.79% | -2.30% | 21.77 | -6.03% |
| 2019A | 3.33% | 11.80% | 23.30 | 7.06% |
| 2020E | 10% | -2% | 22.84 | -2% |

数据来源：万得，信达证券研发中心

(3) 石灰石“资源化”趋势将加大供给收缩

在环保日益趋严的情况下，上游石灰石矿山“资源化”趋势明显，具有资源优势的厂商将享受更低的上游成本和更高的产能利用率，进一步提升市场集中度。尤其在华东和华南地区，早期水泥厂商多离主城区较近，部分矿山和熟料产线面临搬迁或拆除。为了运输便利性，矿山和熟料产线多靠近河流、湖泊等，在环保生态考量愈加重要的情况下预计将有更多的石灰石矿山将被关闭，采矿证审批条件日趋严格。2019 年 12 月巢湖市关停环巢湖三座石灰石矿山，拉开景区内产能退出的序幕。

水泥作为基本资本品，其发展与基建、地产关系密切，长期是则是由于经济发展阶段和人口决定，但短期内供需边际变化决定行业景气度。水泥在周期行业中竞争格局最好，现有高价格高盈利的“紧平衡”市场格局将在未来 3 年的中期范围内维持。

(1) 边际供需变动决定价格和利润，厂商对水泥价格的考量远大于产量及市场份额，良好市场格局在需求端的放缓时能够通过降低产能利用率和生产天数来对冲。(2) 需求端短期内出现大幅下跌的可能性较小，基建投资增速的回升能够较大程度弥补地产需求的下滑。考虑下游投资数据，2020 年 1 季度产量的减少可能就等于全年需求下滑量，剩余三个季度可能的抢进度，可能出现局部水泥供给短缺。(3) 中期范围内，现有行业政策和市场格局不会发生较大变化，参照 2018 年情况，行业能够承

受产能利用率下降到 76-77%水平，对应需求下降约 2 亿吨。

水泥长期需求不会坍塌

国内水泥需求长期随建设强度下降的趋势较为确定，但根据我国发展路径以及经济结构，并考虑行业格局，我们预计水泥需求维持高位的周期更长，回落的过程波动更为舒缓。同时考虑国内基建的逆周期性质以及政府对地产的控制能力，在经济受到冲击时，水泥需求坍塌的可能性较小。

根据日本、法国、韩国与美国等发达国家的历史经验，水泥的总需求量可能呈现双峰情况，间隔可能超过 10-15 年。在第一个需求峰值后需求平台期维持 10 年以上；下滑幅度方面，最大幅度在 15%-20%左右，国内水泥的需求高峰出现在 2014 年，至 2018 年最高下滑 12.1%，预计后续下滑的空间可控。

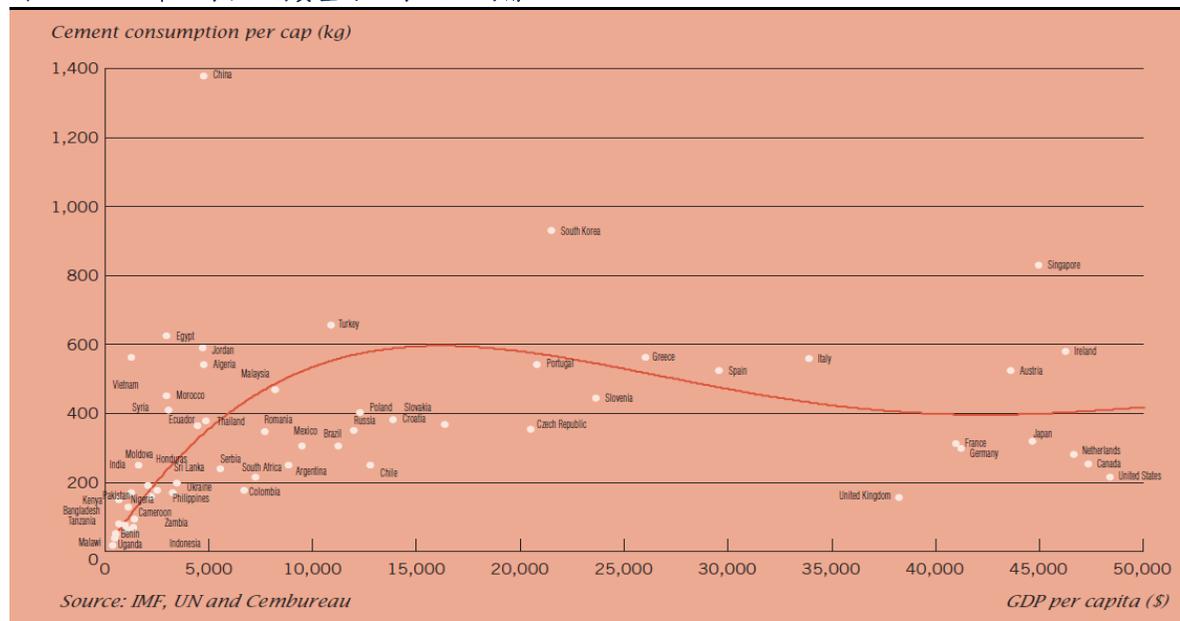
(1) 如果国内水泥需求出现双峰的情况，将分别对应国内经济快速增长后初步放缓期（2014 年）和经济下行压力较大时的逆周期刺激（预计在 2021-2022 年）。国内水泥产量峰值出现在 2014 年的 24.76 亿吨，到 2018 年下滑 12.1%，预计后续仍可能有需求高点；在两个峰值之间行业整合基本完成，竞争格局稳定。

(2) 日本、韩国和法国经验，第二个需求峰值后水泥需求呈加速下滑趋势，远期相对峰值有 40%以上的下滑。这是由于各国经济结构决定，日本则为地产泡沫破灭，韩国为完成向高技术行业转型较快。而发达国家均未出现我国如此有效的行业政策，同时考虑中国水泥产量全球占比、国内经济结构、人均 GDP 情况以及政府对地产行业的控制能力，国内水泥行业在衰退阶段需求下滑要低于日韩等国家。

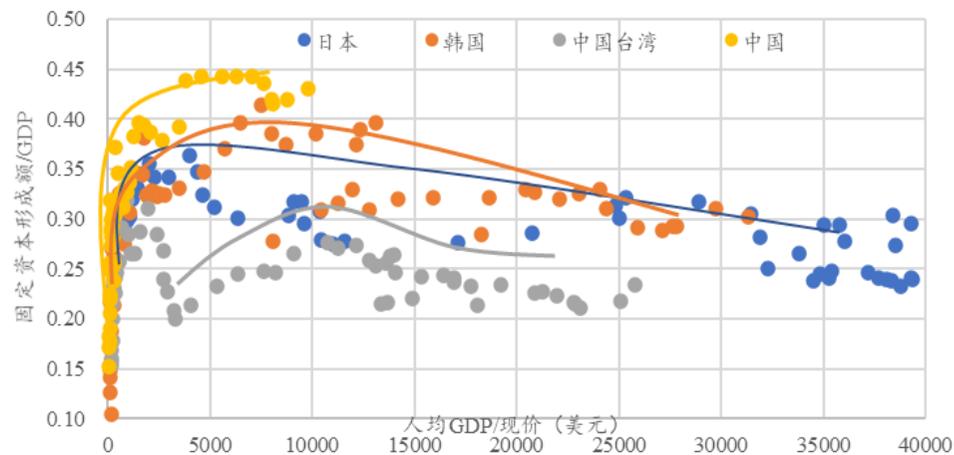
2.1 水泥总产量可能呈现双峰情况

2.1.1 人均水泥需求约在人均 GDP1.2-1.5 万美元见顶

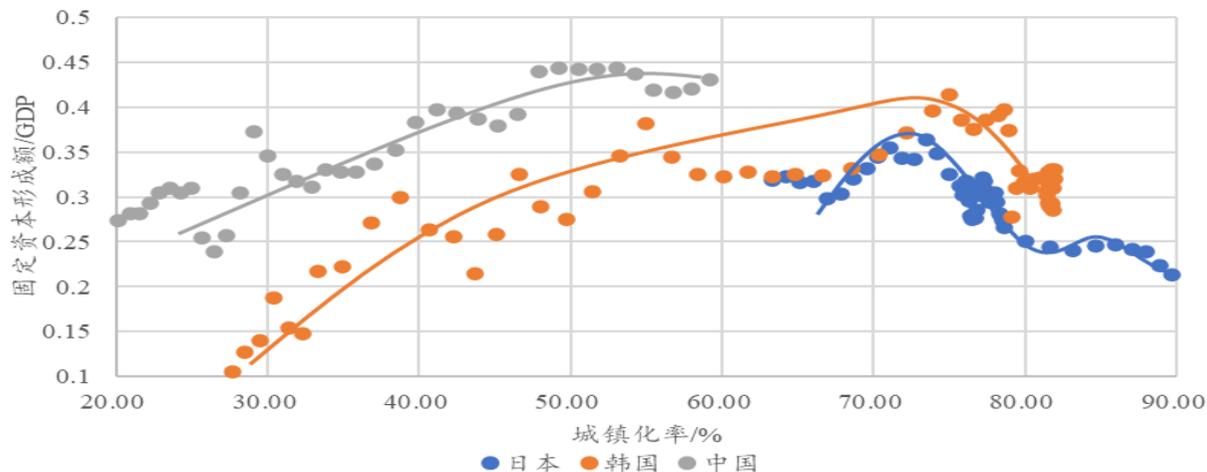
虽然从绝对产量数据上历史上并无其他国家可以与我国相比，但是根据经历完整发展周期的法国、日本、韩国、美国以及中国台湾等国家和地区的规律可以管窥我国水泥工业的发展动向以及远期回归趋势情况。水泥的需求量与国内投资强度密切相关（主要为基础设施、房地产和制造业中的厂房等），固定资本形成额与 GDP 水平、城镇化率的关系也遵循一定规律。固定资本形成额在人均 GDP 达到 1.2-1.5 万或者城镇化率达到 70%左右时见顶，对应水泥总量和人均消费量也将达到峰值。国内 2019 年人均 GDP 在 1 万美元左右，城市化率在 60%左右，距离见顶可能仍有 20%左右的差距。固定资本形成额占 GDP 的比例与 GDP 大致呈倒 U 型（或伞型），决定人均水泥需求量与人均 GDP 的关系也呈倒 U 型结构，峰值位置大致在人均 GDP 为 1.5 万美元左右。

图 11: 2008 年人均水泥消费量与人均 GDP 的情况


数据来源: Lafarge 年报, 信达证券研发中心

图 12: 固定资本形成/GDP 和人均 GDP 呈倒 U 型


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 固定资本形成/GDP 和城镇化率呈倒 U 型


数据来源: 万得, 世界银行, 信达证券研发中心

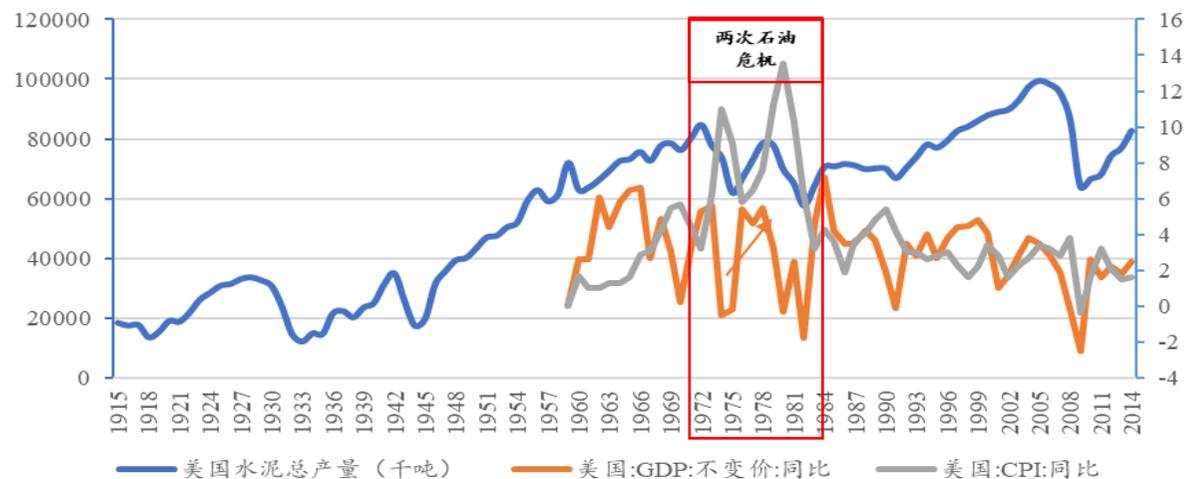
2.1.2 水泥总需求平台期可能持续超过 10 年

在水泥总需求量方面, 日本、韩国和美国出现双峰现象, 而中国台湾以及法国未出现, 可以用国土/地区面积、经济总量、总人口来解释。日本、美国等经济总量较大、总人口较多, 水泥产量第一个峰值时人口和整体经济增速依然较快; 后续经济放缓时均不同程度采取经济刺激措施。美国在 20 世纪 80 年代总统里根在两次石油危机后的实行经济复兴计划, 2001 年互联网泡沫破裂之后小布什刺激房地产带动国内水泥需求量持续增长; 日本的列岛改造计划从 70 年代持续执行到 1991 年经济泡沫破裂, 以及 1985 年《广岛协议》签署后房地产市场过度繁荣等均较大程度促进水泥需求。而中国台湾等总人口数量较少且国土面积较小, 人均 GDP 相对较低, 在经济放缓之后均完成向高技术产业转型, 致使水泥需求未出现双峰现象或双峰不明显。对比我国经济结构以及发展路径, 投资在经济增长中的比例在更长的时间内维持较高水平, 且经济在受到外部冲击时经济刺激政策将带动国内水泥出现第二个需求高峰。

根据日本的发展经验, 在出现第一个需求峰值之后, 水泥需求量下滑幅度最大值为 14% 左右 (1980—1987 年)。美国在两次石油危机的冲击下最大下滑幅度为 30% (1970-1982 年), 美国水泥需求量下滑幅度较大的原因为受到石油危机冲击, 国内能源价格上涨带动水泥价格快速上涨, 从 1970 年的 20\$/吨上涨到 1982 年的 65\$/吨, 涨幅超过 200%; 该阶段美国城镇化已基本完成 (城镇化率达到 74%)。当时美国国内通胀高企, 实际 GDP 增长率降至负值, 也较大程度压制水泥需求。因此预计国内水泥需求量在平台期的最大需求下降幅度将与日本相似, 在 15%-20% 左右, 低于美国的下滑幅度。我国水泥需求量在 2014

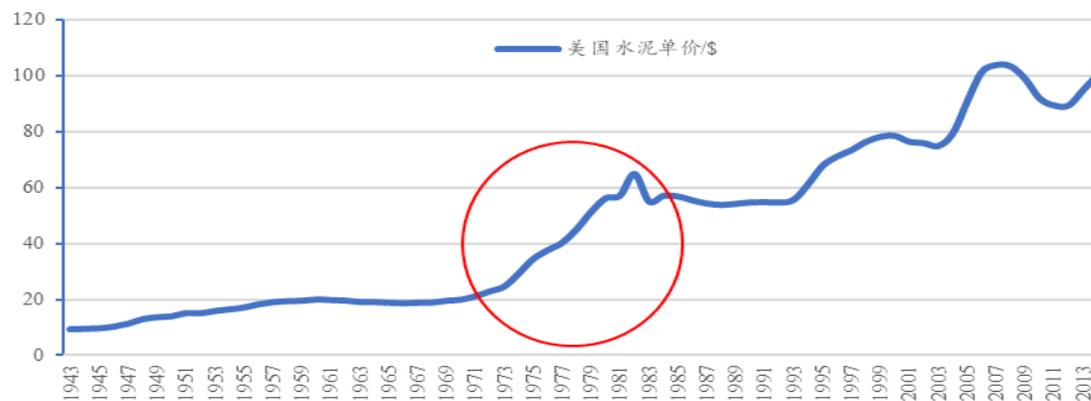
年见顶 24.76 亿吨，到 2018 年的 21.77 亿吨下降 12.1%，未来继续下滑的空间可能不大。考虑水泥标号提升、熟料水泥比提升，水泥产能利用率将维持在 75% 以上的水平。

图 14: 美国水泥需求量持续增长

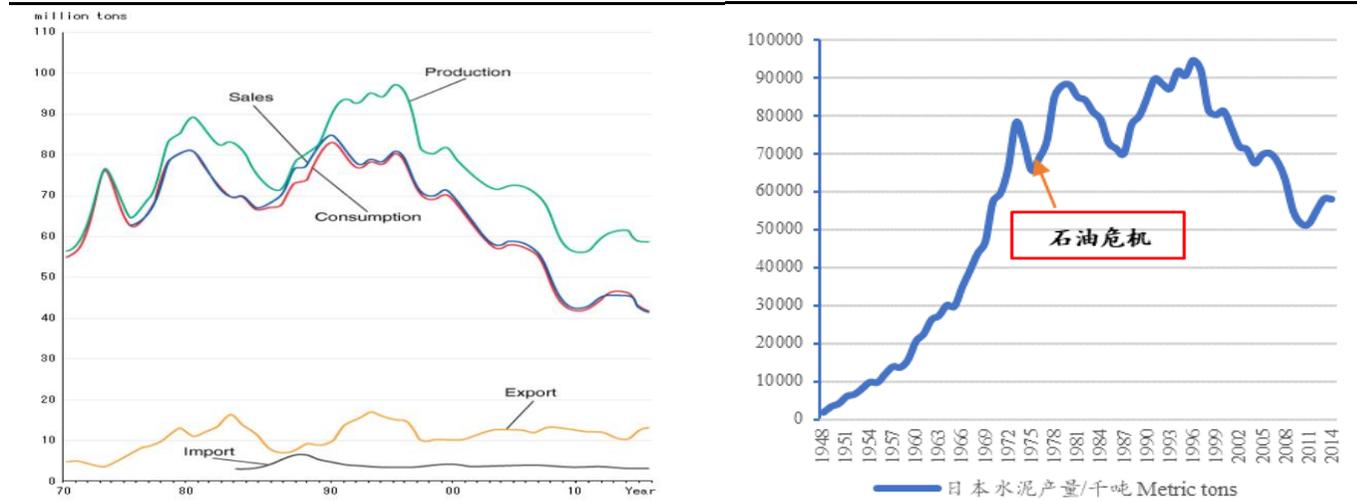


数据来源: USGS, 信达证券研发中心

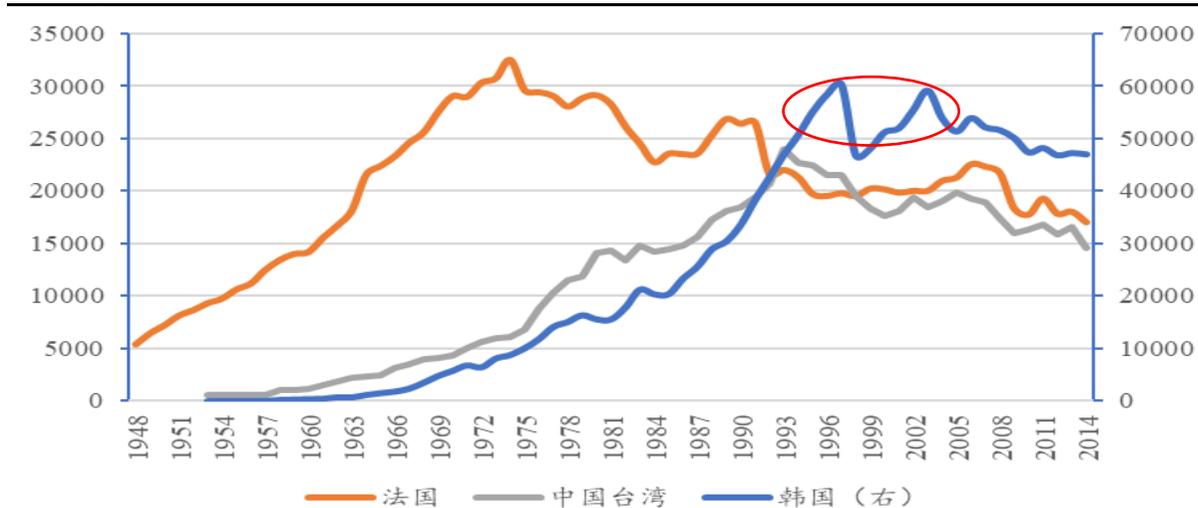
图 15: 美国水泥价格在两次石油危机期间大幅上涨



数据来源: USGS, 信达证券研发中心

图 16: 日本水泥产量呈双峰走势


数据来源: 日本水泥协会(JCA), USGS, 信达证券研发中心

图 17: 韩国、法国和中国台湾水泥产量数据 (千吨)


数据来源: USGS, 信达证券研发中心

2.2 人均需求峰值之后将维持较长周期高需求

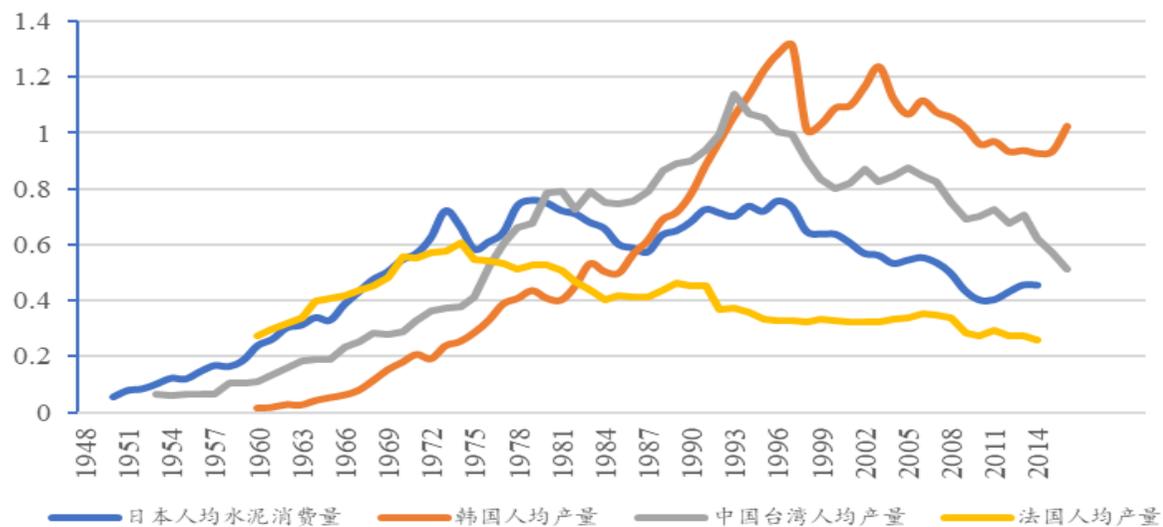
而从人均数据上而言，各国需求量在峰值之后总体呈下降趋势，下降的速度和幅度与各国的发展经济结构和人均 GDP 有较大关系。法国和日本人均 GDP 相对较高，人均需求峰值在 1970-80 年代达到峰值，人均 GDP 仍处于快速提升期，相应高需求维持相对较长时间；而韩国和中国台湾在 20 世纪达到峰值之后出现快速下滑，主要原因为其经济总量较小，在亚洲金融危机前后加速完成向高技术产业转型。因此，考虑基建和地产在经济中占比与日本 1980-90 年期间类似，我国水泥需求情况更类似于日本，在达到峰值之后将延续较长周期的高需求状态。

由于我国追赶型的发展模式，工业化和城市化速率均快于发达国家相同阶段；国内经济结构因素决定资本形成额/GDP 占比高于日本等国家，导致国内人均水泥产量和对应阶段累计水泥产量均高于发达国家。发达国家人均水泥产量峰值多在 800-1000Kg/年，亚洲国家普遍偏高，到成熟期累计人均产量在 15-20 吨；而我国峰值人均产量在 1.8-1.9 吨/（人，年），到 2014 年第一个峰值是累计人均产量将达到 21.5-22 吨左右，预计到 2019 年累计产量到 29 吨。但到 2019 年我国人均 GDP 不到 1 万美元，距离发达国家人均水泥产量峰值时人均 GDP 达到 1.2-1.5 万美元仍有一定距离。

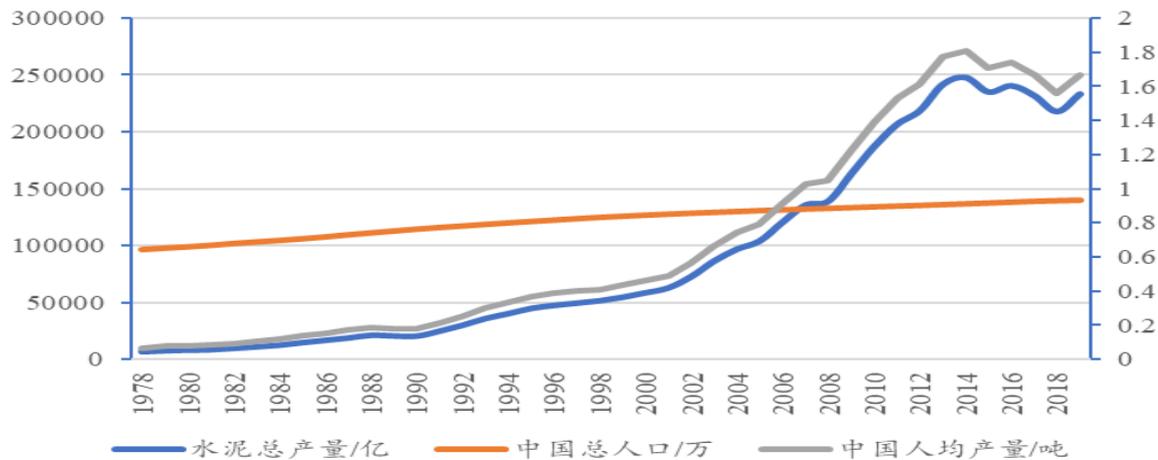
表 5. 人均水泥需求情况

| | 人均产量峰值/Kg | 出现时期 | 峰值时人均累计消费量(吨) |
|------|-----------|------------|---------------|
| 中国 | 1820 | 2014--2016 | 23 |
| 美国 | 500 | 1972-1975 | 13 |
| 法国 | 605 | 1972-1976 | 9 |
| 日本 | 760 | 1970-1980 | 11 |
| 韩国 | 1312 | 1994-1997 | 18 |
| 中国台湾 | 1140 | 1990-1995 | 20 |

数据来源：万得，USGS，信达证券研发中心

图 18: 均水泥产量见顶之后呈现长期下滑趋势 (吨)


数据来源: USGS, 信达证券研发中心

图 19: 我国人均水泥产量在 2014 年之后形成需求平台


数据来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

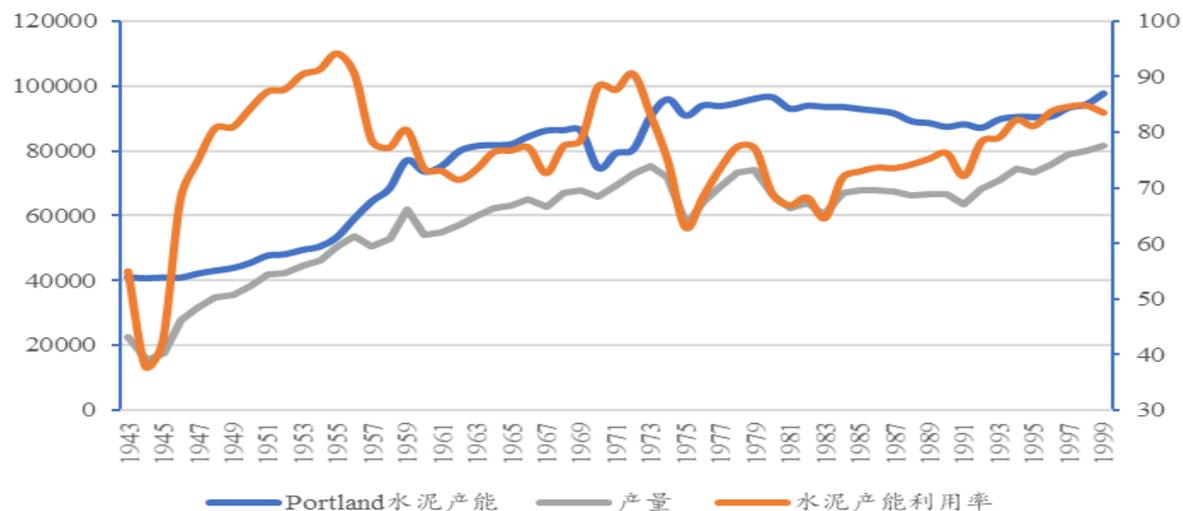
2.3 发达国家水泥产业经历两次以上的产业整合

由于水泥行业技术壁垒较低、同质化严重、原材料供给充分等特点，几乎所有国家均经历产能过剩的情况，而去产能及大集团整合是必经之路，参考日本和美国水泥行业的发展历史，均经历超过两次的去产能和集中度提升过程，预计远期我国水泥行业仍将经历一轮大规模的去产能和集中过程。

(1) 美国的经验

二战之后美国经济恢复带动水泥行业的需求增长，水泥产能和产量同时快速增长，产能利用率维持高位，1955年全国水泥熟料产能利用率达到 94.3% 的高位。随后产能增速超过需求量，产能过剩逐步凸显，水泥（主要为 Portland Cement）的产能利用率到 1961 年降至 71.4%，但由于经济增速仍维持较高增速，伴随落后产能逐步淘汰，产能利用率逐步恢复，到 1972 年石油危机之前，产能利用率恢复至 90.6% 的高位，完成去产能第一阶段；落后产能淘汰，先进产能占比提升，且单体产线产能大幅提升，总体产能在较好的需求的带动下仍继续提升，国内 2008 年之前的发展阶段与之类似。该阶段主要为国内市场厂商新技术产能替代落后产能，国内厂商之间整合。

图 20: 美国水泥产能及利用率情况 (千吨, %)



数据来源: USGS, 信达证券研发中心

1973—1980 年之间的两次石油危机带动致使经济发展减速和通胀高企，推动高成本产能的快速淘汰，同时需求下滑打压新产能投放进度，致使产能小幅下降后维持稳定；而产能利用率快速下降，并在 1975-1993 年超过 18 年的时间内维持 80% 以下的

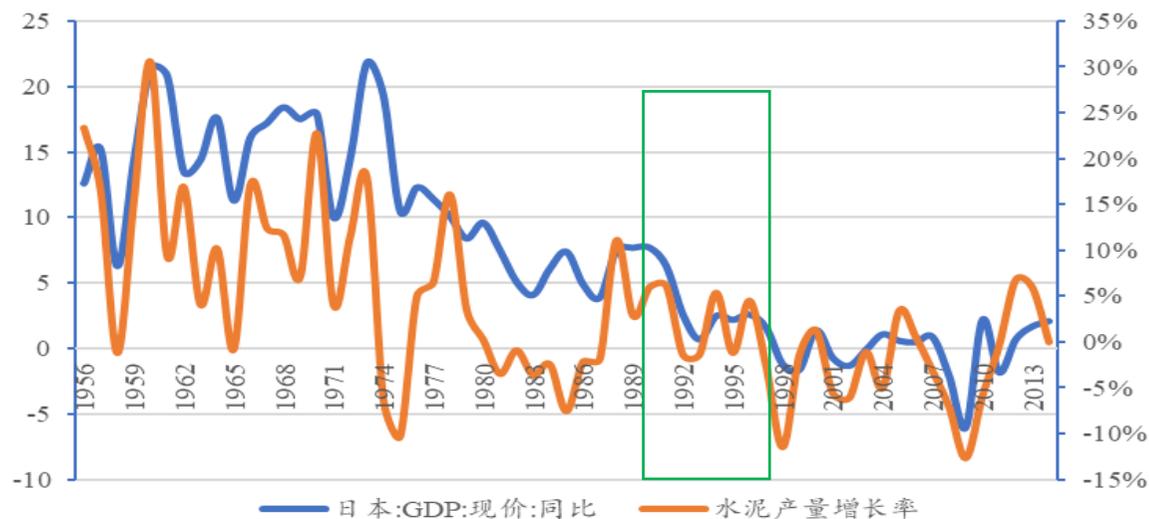
产能利用率；总产能维持稳重略降的趋势，产能利用率从1980年的高点到1992年最低点下降69%左右。在此期间需求的压制和高企的成本共同导致价格的维持相对稳定（图14/15）。行业受到外部冲击，盈利大幅下滑，欧洲水泥龙头拉法基、海德堡以及墨西哥龙头Cemex通过并购进入美国，并快速占据美国市场。外国水泥厂商市占率从1975年的15%左右提升至1990年的75%左右。产业格局方面，在需求放缓的1965-1970阶段，产业格局仍然较为分散，1974年CR5、CR10分别为27.2%和47.2%，与我国2008年水平相当；而到1990年CR5和CR10分别达到39%和59%，集中度达到较高水平，与我国2018年水平接近，因此我国早阶段通过龙头扩张产能实现集中度提升之后可能存在继续通过企业并购整个进一步提升集中度的过程，现阶段国内水泥集中度相对欧洲及日本的集中度水平仍有一定差距（但也需要考虑国土面积和区域集中度）。

（2）日本因地产泡沫破裂导致水泥需求坍塌

作为在快速发展阶段高度依赖基建和地产的国家，日本与中国有较多相似之处，因此水泥行业的发展借鉴意义相对较强。日本从1950年代受益于朝鲜战争开启30年的高速增长阶段（我国改开后与之类似），两次石油危机期间受到部分冲击，但后期通过基建刺激计划以及房地产的繁荣带动水泥的快速增长，而地产泡沫的破裂有导致水泥需求快速萎缩，加上人口老龄化，经济增长陷入20年困顿，到2017年日本水泥产量仅为5900万吨，相对于峰值接近1亿吨下降40%。

日本水泥的去产能过程可以分为两个阶段：1974-1984年去产能以及1991年地产泡沫破灭之后的去产能，其中两个阶段均有政府的参与，与我国供给侧改革及之后行业协会统筹下的企业合作与联合限产有类似。

图 21：日本 GDP 增速和水泥产量增速



数据来源：万得，世界银行，USGS，信达证券研发中心

表 6. 日本水泥行业整个过程

| 时间 | 发展阶段 | 发展特点 |
|-----------|-----------------|---|
| 1946-1973 | 战后快速发展期 | 受益于朝鲜战争，日本国内经济快速大战，GDP 增速维持在 10%，到 1956 年水泥突破 1000 万吨。经济持续的高增长以及奥运会、列高改造计划促进水泥产量持续高增长。 |
| 1974-1986 | 石油危机冲击，行业第一次大整合 | 1973 年石油危机冲击日本经济，实际 GDP 增速降至 0 以下，通胀超过 23%。国内公共投资和民间投资快速下滑，水泥钢铁等产能过剩严重，1984 年日本通过特定产业构造改善临时措施，行政淘汰产能 3100 万吨，22 家水泥企业合并为 5 大产业集团，各占 20% 份额。 |
| 1986-1991 | 地产泡沫扩散导致水泥需求回升 | 1985 年广岛协议签署，日元升值压制一部分出口，但地产处于泡沫的高峰期，带动水泥产量继续增长，产量与 1996 年达到 9926 万吨的历史高位 |
| 1992 年至今 | 快速衰退期 | 日本经济在地产泡沫之后长时间低迷，而在此期间经济向高技术产业转型，逐步淘汰中低端产能，并摆脱对基建、地产的依赖，水泥公司整合成太平洋、三菱和大阪水泥三家公司 |

数据来源：信达证券研发中心

我国在 2017 年之后加大对房地产的调控，将基建作为逆周期调节的主要工具，能够较大程度避免走日本房地产泡沫的旧路。日本在 1991 年房屋价格开始下降、1992 年土地价格开始下降，但水泥需求量仍在存量以及出口的支撑下增长，到 1996 年达到峰值。

而我国 2015 年房地产库存降至低位，2017 年之后地产价格上涨基本被遏制，地产泡沫的程度远低于 1985-1990 年时期的日本，同时从监管政策、利率环境、人口结构等以及政府对地产行业的调控政策和控制能力而言，我国现在较大程度好于 1990 年代的日本，地产行业重蹈日本 1995 年之后覆辙的可能性较低。而对于水泥、钢铁等资本品而言，能够在第一个需求峰值之后能够长时间维持在相对较高的需求水平，不因泡沫破裂导致需求的长时间大幅度下滑。

多元化以及拓展海外贡献业务和利润增量

海螺水泥面对水泥行业的单一业务风险，在国内依托优势资源开展多元化业务，同时向海外拓展产能。2016 年以来加速拓展骨料及混凝土业务，作为产业链上下游，这两项业务与水泥协同化程度较高，能够较高利用上游矿山资源、下游客户优势等，海外方面，海螺水泥的产能主要在东南亚最大的需求国印尼，从产能规模、市场竞争格局、商业环境方面而言，海螺未来占据印尼市场一定份额的程度较大；同时跟随“一带一路”政策，海螺在缅甸、柬埔寨、老挝等地布局产线，这些地区随市场较小，但处于初始发展阶段，水泥工业落后、供不应求，价格相对较好、利润丰厚，未来贡献较大的利润规模。

骨料与混凝土作为水泥关联产品，需求和价格紧密关联，且价值量更低、运输半径更小，决定其区域性更强，但海螺利用和水泥类似的业务布局，利用安徽的矿山资源以及长江水路，将骨料低成本送到价格加高的长三角地区。而混凝土业务，公司

依托自身水泥熟料资源、大客户优势等，实现高于行业的利润水平。

从海外龙头公司的发展历程来看，跨区域业务扩张和多元化是发展到一定阶段均经历的过程，在相应阶段能够贡献相应的收入和利润水平。由于水泥特征，水泥龙头开展骨料和混凝土业务具有明显优势，同时利用技术优势拓展环保等业务也有较为成功的先例。但在行业成熟期，骨料、混凝土等业务的盈利能力相对弱于水泥业务，同时周期性较水泥更显著，盈利波动相对较大。而跨区域拓展是海外龙头公司做大做强的根本，不断在新兴市场拓展产能，享受该区域内高增长和高利润率。海螺水泥海外业务主要集中在印尼，总规划产能在 2000 万吨，实际投投产月 1000 万吨，约占印尼产能的 8-9%。印尼国内水泥市场虽近年来面临一定供给过剩、需求放缓情况，但整体市场格局较好，全国仅 7 家水泥企业，龙头集中度较高，未来海螺水泥以靠管理、技术优势将在印尼取得与产能相匹配的市场份额。同时 2015 年之后公司加快在老挝、柬埔寨、缅甸等国家布局节奏，截至 2019 年底，在此三国的总产能布局达到 2000 万吨/年（权益产能略低）。缅甸等国家具有水泥工业较为落后，人均 GDP 在 1000 美元左右，处于基础设施建设气不气，水泥需求量相对有限，但增速较高，水泥产能不足，仍需从中国、越南、印尼等国家进口。海外市场难以企及国内市场容量和 2019 年利润水平，但海螺水泥在东南亚超过 3500 万吨的产能布局全部投产之后也能贡献较大的营收和利润水平。

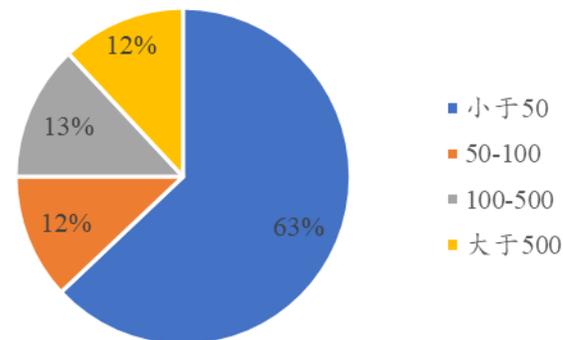
3.1 骨料业务市场分散，环保政策促进行业整合，具有资源优势企业享受高利润水平

3.1.1 国内骨料市场较为分散

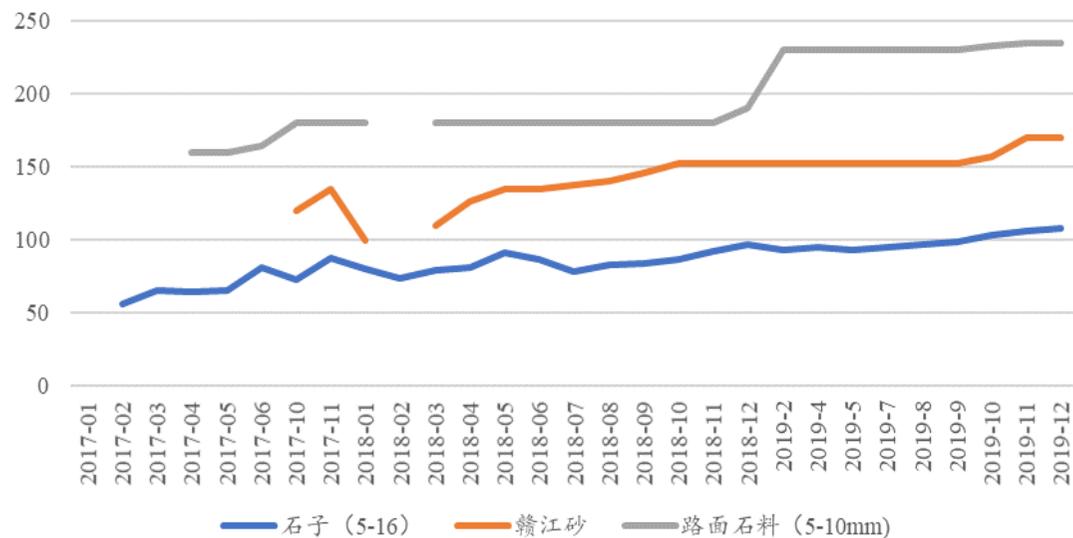
根据中国砂石骨料网数据，2017 年全国骨料需求量在 180 亿吨/年。2019 年水泥产量为 23.3 亿吨，按照混凝土中水泥和骨料的平均比例为 1: 6 左右，水泥混凝土所需骨料为 140 亿吨左右，加上沥青混凝土，总需求量约在 180—200 亿吨左右。按照单价 40-50/吨左右，全国市场规模在 8000-10000 亿。

砂石骨料行业集中度低，大型矿山占比较低。根据中国砂石协会《砂石骨料工业“十三五”发展规划(征求意见稿)》，2016 年年产 50 万吨以下的小型矿山占比 63%，50-100 万吨占比 25%，500 万吨以上仅占 12%，2017 年以来随着环保以及生态保护的加强，非法开采、小型矿山的加速关闭；同时基建投资及房地产的需求旺盛，导致全国范围内骨料价格出现供不应求、价格快速上涨。

具备资源优势的大型企业和本地大型企业加速扩张产能，尤其是需求旺盛的长三角和珠三角的地区，大型产能的快速扩张推动整体集中度提升。由于砂石骨料生产除部分矿山需要采矿权证之外，其他审批流程较短，且技术、资金要求较低，能够在短期内快速扩张产能。除国内水泥厂商利用产业链便利生产砂石骨料外，下游建设企业（如中国铁建、葛洲坝等）、地方性企业、其他矿山企业（陕煤集团等）也大力拓展砂石骨料产能。产能扩张的建设投资较低，除采矿权外，单位产能投资成本仅在 30-100 元/吨左右，对于价格较高地区平均两年就能收回成本，我们预计行业供给短缺的格局将在未来 2 年内扭转。

图 22: 2016 年砂石骨料市场格局较为分散


数据来源: 中国砂石骨料协会, 信达证券研发中心

图 23: 上海地区砂石骨料价格大幅上涨 (元/吨)


数据来源: 中国砂石骨料协会, 信达证券研发中心

由于砂石骨料的货值较低, 其运输距离较近, 根据汽车运输的单价 0.2-0.4 元/(吨·公里), 运输距离仅为一般在 200 公里以内, 因此区域性更强。而海螺依靠在安徽的石灰石矿山优势, 强大运输体系以及长江巷道的低成本优势等, 享受长三角地区

的高利润。砂石骨料近年来维持高价格和高毛利的原因的三方面原因：（1）非法产能、河道开采以及中小矿山退出，大型项目有一定建设投产周期致使供不应求；（2）运输价格提升，尤其是对超载检查力度持续提升以及高速公路收费标准的改变，部分区域内产能退出导致运输距离增加等；（3）可采矿山的减少导致矿权涨价，带来摊销成本上升。其中原因（1）为近年来维持高毛利的主要原因，未来供需平衡后价格将有所回归。而（2）和（3）因素将长期存在，砂石骨料价格即使下降也难以回到 2016-2017 年之前的水平，总体维持在相对高的水平，具有资源和运输优势的企业将长期受益高价格、维持高毛利。

2019 年公司骨料石子销售额在 10.27 亿元，销售量约为 2000 万吨，预计单价元 50 元/吨；毛利率在 70%，主要由于公司自有矿山取得较早矿权成本较低，石灰石开采的废料较多，预计矿权摊销成本在 5 元/吨，开采成本在 10 元/吨。未来即使价格下滑，预计仍能维持 50%以上的毛利率。截至 2019 年公司具有骨料石子产量 5530 万吨，同比增长 1690 万吨，根据公司规划，未来砂石骨料产能拓展到 1 亿吨；假设价格在全国产能释放之后有所回落，考虑运费及矿权因素，预计出厂价格仍将维持在 35--40 元/吨左右，骨料业务能够贡献 20-30 亿/年毛利润。

表.7 公司骨料业务毛利润大致匡算

| 矿权摊销 | 开采成本 | 销售价格 | 毛利率 | 销售量/万吨 | 毛利润/万元 | |
|------|------|----------|-----|--------|--------|--------|
| | | 2019 年价格 | 50 | 70% | 2000 | 70000 |
| 5 | 15 | | 40 | 63% | 10000 | 250000 |
| | | 未来产品价格预测 | 30 | 50% | 10000 | 150000 |
| | | | 60 | 75% | 10000 | 450000 |

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

3.1.2 公司混凝土业务毛利率高于行业平均

公司混凝土业务仍处于产业布局初期，产能和收入规模均较少，但利润率高于行业平均水平。混凝土的运输距离更短，一般需要布局在项目 2 小时车程内，需要跟随项目布局，变动性较大，公司混凝土业务主要分布在华东、西南地区，预计后续将配套公司全国水泥产线布局。

商业混凝土的市场格局较差，地方中小企业众多，集中度极其分散，大型建材以及建筑类企业均有布局。2018 年商业混凝土市场的 CR5 和 CR10 仅在 7.5%和 9%左右。同时利润空间受到水泥、骨料价格的挤压，2017-2018 年在局部地区爆发混凝土企业因水泥价格涨幅过大、混凝土价格未能跟随涨价转嫁成本而抗议停工的事件，后续国家市场监督管理总局召集主要水泥企业告诫反垄断。

2019 年海螺水泥的混凝土毛利润在 25%，主要为内部供应水泥和骨料摊薄成本，同时均有一定客户和运输优势。商业混凝土上市公司西部建设、三圣股份及云南城投混凝土（1847.HK）等的毛利率在 10-20%左右，显著低于海螺水泥。海螺水泥 2018-2019 年混凝土的营收规模不足 1 亿元，而从区域上来看，公司现有混凝土产能主要布局在安徽和贵州省，预计未来将拓展到公司有较大水泥产能的省份。截至 2019 年底公司具有混凝土 300 万方，同比大幅增长 240 万方，未来产能拓展到 1000 万方、按照均价为 400 元/吨，销售毛利率为 20%，则贡献毛利润在 8 亿元。

表 8. 海路水泥混凝土业务毛利润相对较高（%）

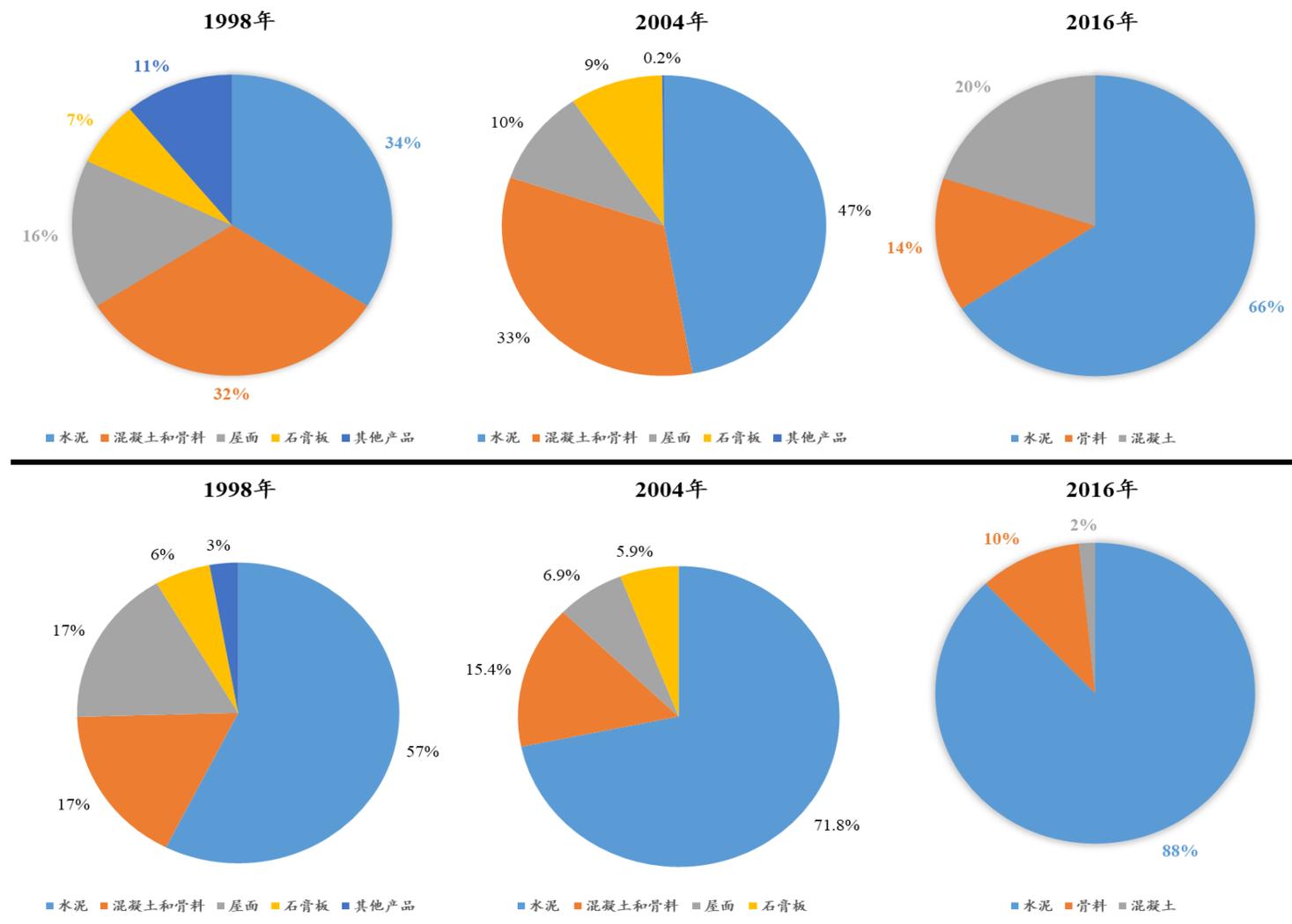
| 代码 | 简称 | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 002742.SZ | 三圣股份 | 18.67 | 21.49 | 21.11 | 21.54 | 16.17 |
| 002596.SZ | 海南瑞泽 | 18.80 | 21.37 | 19.12 | 22.80 | 16.92 |
| 000023.SZ | 深天地 A | 18.02 | 12.98 | 11.10 | 13.00 | 13.47 |
| 002302.SZ | 西部建设 | 12.88 | 11.01 | 8.94 | 9.09 | 10.50 |
| 1847.HK | 云南建投混凝土 | | 16.43 | 12.97 | 10.71 | 11.29 |
| 平均 | | 17.09 | 16.65 | 14.65 | 15.43 | 13.67 |
| | 海螺水泥混凝土业务 | | | | 21.9 | 24.94 |

数据来源：万得，信达证券研发中心

3.2 海外水泥龙头发展过程均经历多元化道路

水泥企业在需求增速放缓、营收和利润面临较大压力，一方面通过并购整合拓展产能，一方面通过内生或并购拓展新业务，其中水泥产业链或建筑产业链业务是主要方面。这里选择日本水泥龙头企业和全球水泥龙头拉豪水泥进行分析，具体海螺与拉法基对比放在后文，这里仅对比业务及盈利构成。

非水泥业务最高占到拉法基营收 60%以上。1998 年拉法基基本完成欧洲、北美和中东的布局，利用亚洲金融危机的机会加速布局亚洲新兴市场，此时是拉法基业务种类最多、非水泥业务占比最大的时期，**水泥营收占比 1/3 左右**，骨料和混凝土占比较大超过 30%。后续逐步剥离其他业务，加强在亚洲的水泥布局，1998-2010 年，拉法基水泥业务收入复合增速 10%（包括 1997 年并表 Redland 公司、2001 年收购 Blue Circle 公司），总收入为 4.3%，到 2010 年水泥业务重回 60%以上。2015 年拉法基与豪瑞（Holcim）合并，业务占比与 2010 年类似，产能和营收翻倍增长，非水泥业务占比稳定在 30%左右。但由于水泥业务的利润率高于其他业务，水泥业务营业利润占比一直大幅高于营收占比。拉法基骨料混凝土、石膏板业务在 2000 年盈利较好，在盈利中占比占比相对较高，2000 年之后盈利逐步下降，石膏板业务连年出现亏损，而骨料混凝土业务在 2008 年根据水泥业务有所下滑，但总体较为稳定。2007 年和 2010 年分别剥离屋面业务和石膏板业务。而 2015 年合并之后拉法基专注水泥、骨料和混凝土，各业务占比基本稳定。

图 24: 拉法基营收(上)和盈利结构


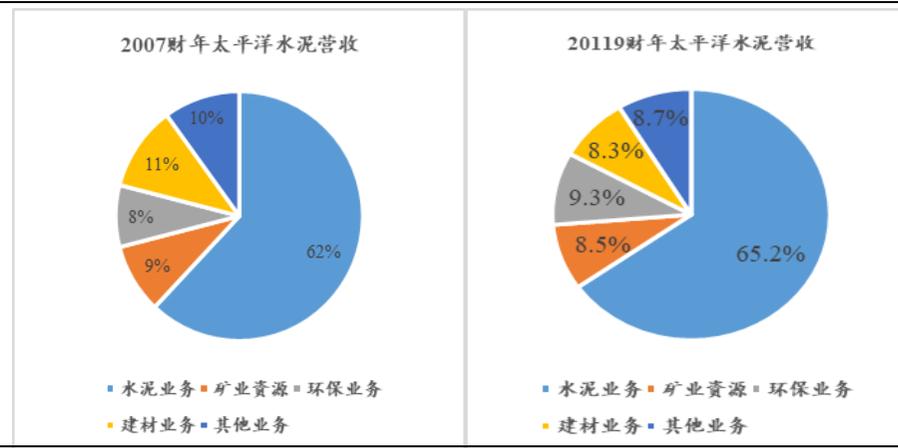
数据来源: 拉法基公司官网, 信达证券研发中心

骨料和混凝土业务的周期波动性要强于水泥业务, 主要原因为拉法基水泥业务在相应市场中占比较高, 如在法国、英国和加拿大占比超过 40%, 控价能力较强, 水泥毛利率维持在 30% 以上, 高点时在 40% 以上; 而骨料和混凝土业务市场格局较为分散, 毛利率相对较低。同时公拉法基并购业务的整合也有一定原因。拉法基石膏板业务从国内起家向全球拓展, 整体市场规模远小于水泥业务; 屋面业务来自英国 Redland 公司, 未能较好整合。

而日本水泥企业中选择太平洋水泥。作为日本最大的水泥厂商，是业多元化发展最好的公司，2008年经济危机之前，太平洋水泥业务营收占比在62%，其他为环保、资源开采等，到2019年基本维持类似的业务格局。由于1998年三大水泥集团整合完成，日本国内市场格局基本稳定，在水泥业务持续衰退的情况下，其加大多元化的拓展和海外市场的推进。2019年太平洋水泥海外营收占比25%，其中15.7%来自美国。而在利润方面，环保和矿业业务的利润相对较好，建材利润率相对较低，水泥业务利润占比与营收占比相当。而日本其他两家水泥集团公司水泥之外业务营收占比维持在20%左右。

日本房屋建设中木材和新型材料用量占比持续增长，对水泥等传统建材有一定挤压左右，加速国内水泥行业需求的衰退，国内厂商依据区域划分市场，市场格局较为稳定，利润和现金流相对稳定。海螺水泥等厂商加大布局涉足固废危废的协同处置等建材之外的业务，但整体规模较小，预计未来占比与太平洋水泥类似。

图 25: 日本太平洋水泥营收结构



数据来源: 太平洋水泥官网, 信达证券研发中心

3.3 公司在印尼等东南亚地区大量布局

(1) 海螺水泥海外水泥产量主要分布在印尼、柬埔寨、缅甸、老挝、俄罗斯以及乌兹别克斯坦，其中在印尼的产线最多；同时计算包括东南亚以及俄罗斯和乌兹别克斯坦项目；公司海外总设计产能为熟料3000万吨、水泥3500万吨的水平，约占国内熟料产能的15%左右。

除在印尼的主要产能之外，公司在东南亚的产能建设跟随国内一带一路战略，根据早期规划，预计到2020年底建设规划项目基本投产，后面由于海外项目大部分收益转差、国内价格持续高位一级2020年公共卫生事件影响，公司放缓建设进度。2019

年公司在印尼项目基本维持盈亏平衡，投资最早的印尼海螺位于爪哇岛西部万丹省北部，设计产能 400 万吨/年，2016 年投产至 2018 年累计销售水泥 236 万吨，平均销售价格 375 元/吨左右，平均产能利用率约 30-40%的较低水平，2019 年亏损 1.32 亿元；南加海螺位于产能利用率较高，达到 65%左右，2019 年实现盈利约 7500 万元，预计单吨净利润在 35 元左右，低于国内水泥盈利水平，高于拉法基豪瑞产能的盈利能力。

而位于柬埔寨的马德望海螺项目 200 万吨熟料产能 2018 年投产，2019 年满产之后盈利较好，全年实现净利润 1.84 亿元，单吨盈利水平约在 80-100 元，是带动公司 2019 年海外自产水泥营收大幅提升的原因。柬埔寨国内水泥工业较为落后，2018 年马德望海螺项目投产之前全柬仅 500 万吨熟料产能，水泥多从越南进口；马德望海螺项目投产后海螺在柬市占率超过 30%；2019 年建设金边海螺 200 万吨项目，预计 2020 年投产，海螺在柬埔寨控制产能市占率将达到 45%左右，继续受益于柬埔寨高利润水平。

缅甸是海螺海外产能布局第二大地区，三期产能合计 1000 万吨，海螺分别持股 55%、50%和 45%，合作方为缅甸当地政府。而缅甸需求有较大部分从中国云南进口，2019 年缅甸近年来发展较快，GDP 增速维持在 6—7%，人均 GDO 达到 1800 美元左右，对比我国水泥发展情况，未来 10 年是其水泥需求增速最快时期。缅甸人口为柬埔寨 3 倍左右，加上新执政党上任之后加大经济建设，大力发展房地产，未来发展空间广阔；海螺水泥在缅甸的 1000 万吨产能(权益为 500 万吨)布局将在 2020-2021 年陆续投产。

考虑缅甸雨季较长、交通网络及运输设施较为落后，水泥价格及运输费用周期性较强，公司在缅甸的产能预计盈利能低于在柬埔寨(因柬埔寨运输网络相对较好)，假设单吨净利润在 50-60 元的相对高位，1000 万吨全部达产之后将为公司带来 2-3 亿元净利润，考虑未来 10 年的发展潜能以及盈利水平后期随需求提升，预计后续仍将扩充产能。

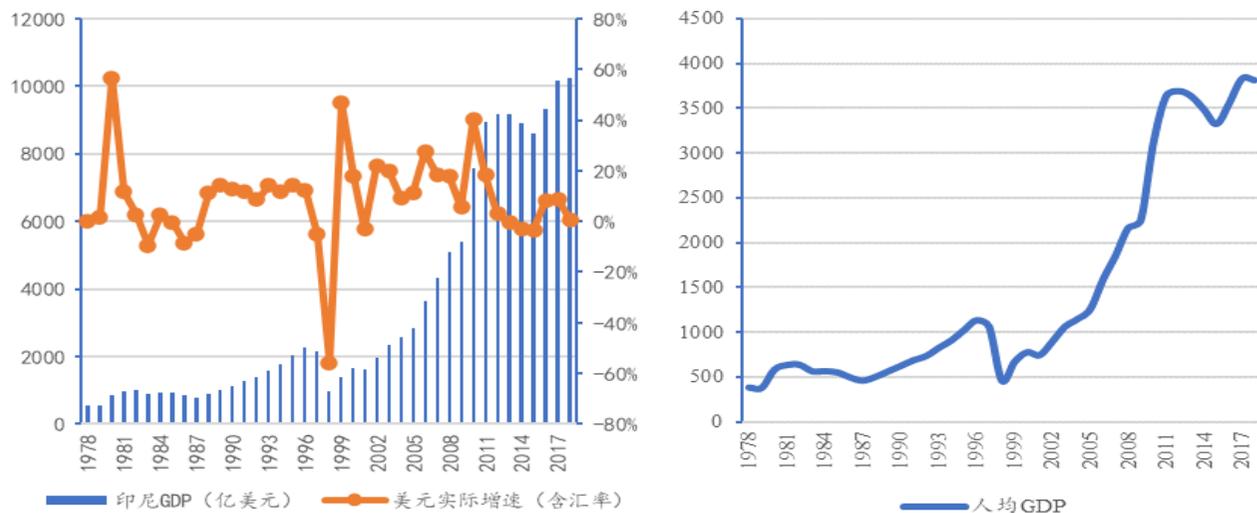
表 9. 海螺水泥海外产能情况

| | 公司名称 | 成立时间 | 持股比例 | 产能 | 2019 年净利润 | Φ4.2×13m 带辊压机水泥粉磨系统 |
|--------|--------------|------|------|------------------|-----------|---------------------------------|
| | 印尼海螺水泥 | 2011 | 75% | 440 | -13224.8 | 2 条日产 3200 吨熟料生产线 |
| | 南加海螺 | 2011 | 71% | 300 | 7462 | 2×3200t/d 新型干法熟料水泥生产线 |
| | 国投印尼巴布亚 | 2012 | 49% | 300 | | 2 条 5000t/d 熟料生产线、年产 220 万吨水泥粉磨 |
| 印尼 | 巴鲁海螺水泥 | 2014 | 100% | 熟料 330 水泥 220 | | 2×5000T/D 熟料生产线，年产 440 万吨水泥粉磨系统 |
| | 北苏拉威西海螺 | 2015 | 100% | 400 | | |
| | 南苏拉威西马诺斯海螺矿山 | 2017 | 68% | 约 300 | 17.6 | 投产后柬埔寨总产能 700 万 |
| 柬埔寨 | 马德望海螺 | 2017 | 60% | 200 | 18353.76 | |
| | 金边海螺 | 2019 | 55% | 200 | | 2500t/d 的 2019 年 12 月底一期投产 |
| 老挝 | 琅勃拉邦海螺 | 2018 | 70% | 200 | | 6300t/d 熟料产能 |
| | 万象海螺 | 2019 | 75% | 400 | | 5000t/d 熟料，220 万吨粉磨站 |
| 缅甸 | 曼德勒海螺 | 2018 | 55% | 220 | | 5000t/d 熟料产能 |
| | 缅甸海螺 | 2014 | 45% | 220 | | |
| | 仰光海螺 | 2015 | 50% | | | |
| 俄国 | 伏尔加海螺 | 2016 | 75% | | | 3200t/d 熟料产能 |
| 乌兹别克斯坦 | 卡尔希海螺 | 2018 | 75% | 150 | | Φ4.2×13m 带辊压机水泥粉磨系统 |

数据来源：公司官网，信达证券研发中心

3.3.1 印尼市场情况分析

印尼是东南亚经济规模最大的国家，拥有全球第四多人口规模，是全球最大的穆斯林国家。2008 年次贷危机之后，印尼经济维持 5% 左右的中高速增长，2019 年人均 GDP 达到 5910 万卢布（约 3844 美元），与我国 2009 年水平相当，总 GDP 达到 1.09 万亿美元左右。我国人均在 1000-5000 美元时期为水泥产能和产量增长最快时期，据此判断印尼现阶段应仍处于人均水泥需求量快速增长期。由于印尼汇率浮动较大，GDP 增速用美元计价和印尼卢比计价相差较大，对于外国厂商而言造成一定汇兑影响。

图 26: 印尼 GDP 情况 (美元)


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

印尼在 2009 年经济危机后采取大幅经济刺激, 带动水泥需求和产能快速增长, 并导致产能在 2016 年之后逐步过剩。印尼水泥行业发展可以分为三个阶段。1985 年印尼水泥达到 1700 万吨产能, 到 1997 年达到 3000 万吨, 该阶段为行业发展最快阶段; 1997 年亚洲金融危机冲击经济, 水泥下滑后缓慢恢复, 产能产量增长放缓, 到 2006 年之后长时间维持在 4200 万吨水平; 2010 年从全球经济危机中恢复, 水泥产能重回快速增长。2011-2014 年印尼经济高速增长带动水泥需求, 水泥价格维持高位带来高利润, 推动水泥厂商从 2013 年开始大幅扩张产能。2012-2014 年 5 家水泥生产公司 (当时印尼共 6 家水泥厂商) 共有 2340 万吨水泥产能陆续投产, 并有 1080 万吨规划产能, 到 2017 年印尼国内水泥总产能达到 1.08 亿吨。而需求量在 2014 年开始逐步放缓, 从大两位数增速降至低单位数增速。

而产量方面, 发展经历与产能有所差异。1985-1996 为亚洲经济快速发展时期, 印尼国内需求量快速增长, 产量在 1996 年达到 2700 万吨, 1998 下降到 2200 万吨; 之后稳步增长, 到 2008 年产量达到 3700 万吨。2008 年金融危机冲击经济, 随后与我国类似, 印尼出台刺激计划, 水泥产量进入快速增长期, 2011 年增速达到 17.7%。2010 年-2019 年水泥产量可以分为两个阶段, 2011-2014 年的快速增长阶段, 2015-2018 年的平稳增长。到 2018 年产量为 6954 万吨, 同比增长 4.8%。

从需求增速数据来看, 印尼水泥需求或进入平稳增长期。2014 年之后印尼国内高通胀和经济增速放缓致使水泥需求增速下滑, 国内水泥产能快速扩张后过剩达到 30% 左右, 产能利用率从 2013 年的 89% 下降到 2017 年的 64.5%, 与我国 2012-2015 年产能利率下滑类似, 2018-2019 年有所回升, 达到 70% 左右。

在印尼布局产能的中国水泥公司有海螺和红狮，海螺水泥投产项目产能仍有超过 1000 万吨未能完全达产，加上红狮水泥两个 8000t/d 的项目，完全达产之后印尼水泥总产能将超过 1.25 亿吨。但受到印尼水泥盈利下滑以及国内水泥价格持续维持高位等因素原因，海螺和红狮放缓投产进度。

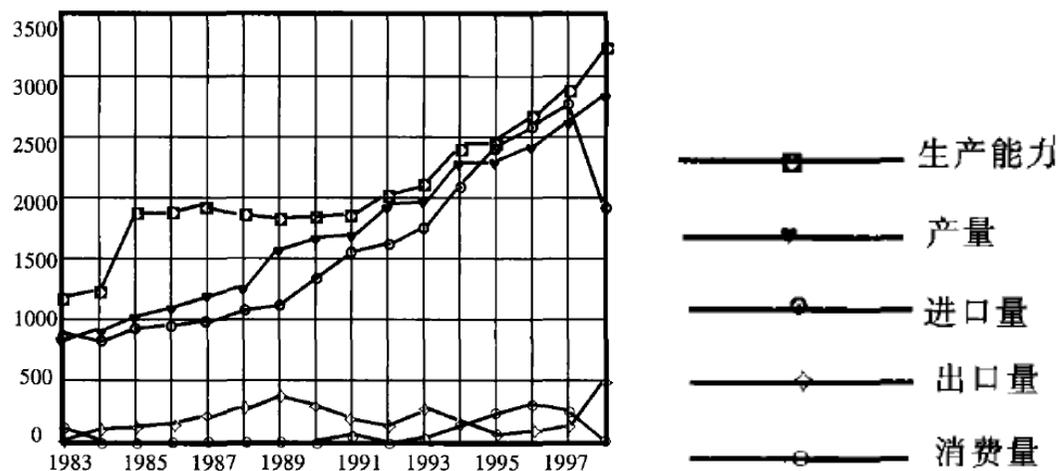
图 27: 印尼水泥产能和产能利用率情况

Table of developments in capacity, domestic cement demand and average utilization of 2015-2018

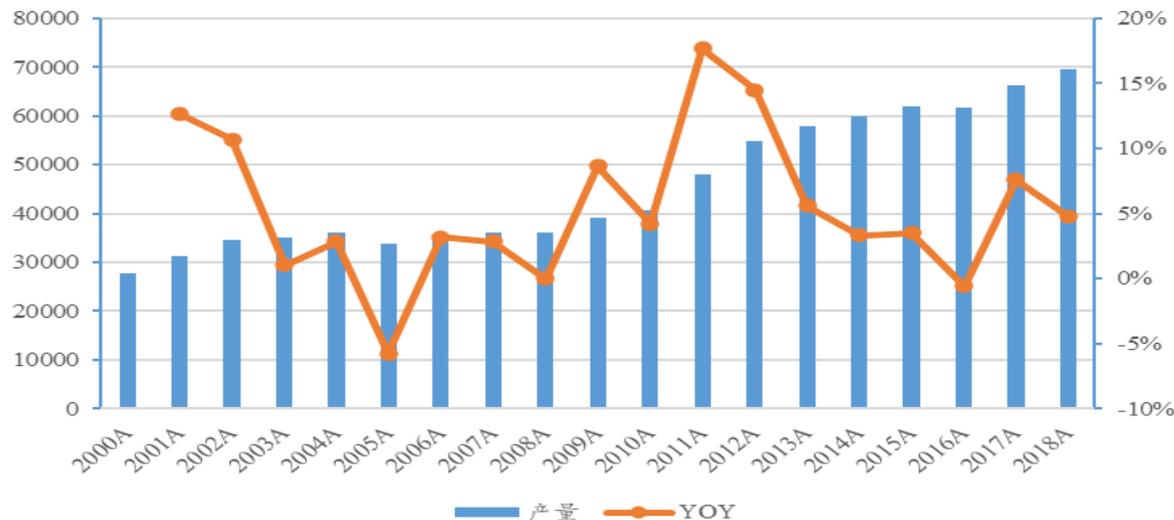
| Description | Unit | 2018 | 2017 | 2016 | 2015 |
|------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| Install Capacity | Million Tons | 108 | 108 | 93.1 | 80 |
| Domestic Demand | Million Tons | 69.6 | 66.3 | 61.6 | 62.0 |
| Export Sales | Million Tons | 5.6 | 2.9 | 1.6 | 1.0 |
| Total Production | Million Tons | 75.1 | 69.3 | 63.2 | 63.0 |
| Utilization | % | 69.5% | 64.5% | 67.9% | 79.0% |

数据来源: Semen Indonesia 年报, 信达证券研发中心

图 28: 印尼水泥 1983-1998 年情况 (万吨)



数据来源: 国家建材局国际合作司, 信达证券研发中心

图 29: 印尼水泥产量稳步增长 (千吨)


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

印尼水泥市场已经进入寡占竞争格局

印尼水泥市场格局按照 1997 和 2008 年两次经济/金融危机可以划分为三个阶段: (1) 1997 年之前印尼国内企业快速发展阶段, 以印尼国家控制控股的水泥企业为主; (2) 1998-2009 年欧美水泥巨头企业进入印尼, 并持续拓展产能, 形成以拉法基、Holcim 和海德堡水泥三大集团 (其中拉法基和 Holcim 在 2015 年合并), 控股印尼国内 35%--40% 的产能; (3) 2010 至今的需求带动产能快速扩展之后导致产能过剩, 国有水泥厂商主导产能合并提升集中度; 其中中国水泥企业在 2010 年之后进入印尼市场, 主要以海螺集团和红狮水泥为代表, 红狮水泥在印尼有两条 8000t/d 的水泥产线。

表 10. 印尼水泥行业发展情况

| 时间阶段 | 阶段描述 |
|-----------|---|
| 1997 年之前 | 本地国有水泥企业为主快速发展阶段, 1997 年产能超过 3000 万吨 |
| 1998-2009 | 危机后恢复阶段, 欧美水泥龙头并购进入市场, 产能增长缓慢, 产量稳步复苏, 到 2009 年产量达到 4000 万吨 |
| 2010-至今 | 投资对冲经济危机影响阶段, 产能和产量快速增长, 产能快速过剩; 欧美龙头公司盈利下滑, 并有退出市场情况。 |

数据来源: 信达证券研发中心

但 1997 年亚洲金融危机和 2008 年次贷危机产生不同影响。1998 年之后, 拉法基等欧美水泥巨头趁机进入亚洲市场水泥市

场，在并在东南亚最大水泥市场印度尼西亚大力布局；2009年经济危机之后，全球龙头公司结束高利润阶段，亚洲水泥产线贡献较大利润比例，但由于东南亚国家在国家资本的支撑下发展自身水泥工业，市场逐步进入过剩阶段，拉法基、豪瑞等水泥厂商东南亚产线盈利水平快速下滑。拉法基豪瑞印尼公司2016年出现2010年之后首度亏损，并在2017年扩大三倍（约5000美元），致使其在2018年宣布剥离产线退出印尼市场，2019年与印尼国家水泥以17.5亿美元达成交易，吨水泥产能的交易价格约为116美元。海螺巴鲁海螺水泥有限公司一期规划330万吨熟料+220万吨水泥及余热发电项目计划投资5.6亿美元，**平均建设成本在1150/吨左右**，略高于上述116\$/吨的收购成本，在考虑新技术产线的规模、效率以及配套发电项目后基本相当。而国内水泥产线的建设成本下降到300-400元/吨左右，仅为印尼产线建设成本的30%左右。同时对比在柬埔寨马德望海螺项目，产能200万吨熟料总投资2.3亿美元，吨建设成本为800元，较印尼项目较低，但仍为国内成本的两倍。

印尼水泥市场集中度相对较好，欧洲水泥龙头和印尼国家水泥公司已经完成了对小型公司的整合。在收购拉法基豪瑞在印尼的水泥产线之后，印尼国家水泥（Semen Indonesia）产能达到月4730万吨，市占率超过45%；而第二大水泥厂商Indocement Tuggal（海德堡公司控股）产能为2490万吨，市占率在23.9%。上述两家公司的市占率到达70%左右。2018年印尼国内总共7家水泥厂商，2019年拉豪剥离退出，水泥厂商重回6家，竞争格局相对较好。

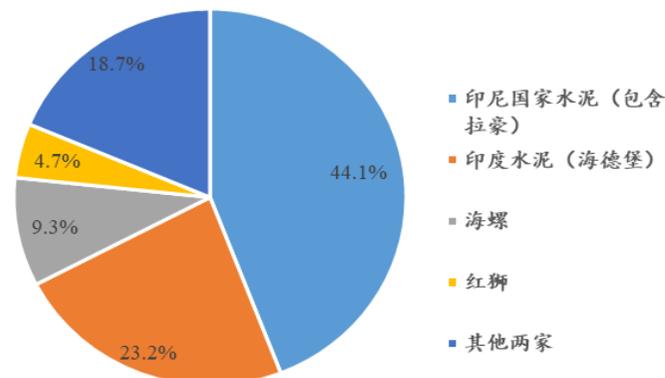
而在产量市占率方面，2018年Semen Indonesia产量为2741.2万吨，市占率为39.4%，较2017年略有下降。而拉法基豪瑞2018年的产量在1000万吨左右，收购之后Semen Indonesia销售市占率将52%左右，达到绝对控制力。海德堡水泥控股的Indocement Tugg产量在1800万吨左右，市占率在26%，三家合计将达到78%左右，远超中国水泥市市场集中度水平，达到欧洲和日本市场的水平。

海螺水泥现有运行产线的产能约在1000万吨左右，总体市占率约在10%左右，但由于产线的位置、建成时间周期、品牌塑造以及熟料产能情况，整体产能利用率较低。2019年海螺水泥海外收入为24亿元（包含国内出口以及印尼、缅甸、柬埔寨及老挝项目），按照海外平均380元/吨计算，整体数量在600-650万吨之间。而在印尼的产量应在400-500万吨左右，在产能利用率约在50%左右，低于印尼全国平均水平，也是海螺水泥降低剩余项目投产速度的原因。而2011年进入印尼时为行业高点，价格和利润均维持较高水平，2014年投产即经历景气度快速下滑情况，2017年之后国内水泥行情相对较好，海螺也降低出口量。

表 11. 印尼水泥厂商情况

| 公司 | 水泥厂 | 产能(万吨) |
|---------|--|--------|
| 海螺项目 | 南加海螺一期熟料项目 (3200t/d, 2014 年 11 月点火) | 约 2000 |
| | 印尼海螺孔雀港项目 (粉磨站, 年产 220 万吨) | |
| | 国投印尼巴布亚水泥 (熟料+水泥) | |
| | 巴鲁海螺水泥 (330 熟料+220 粉磨) | |
| | 北苏拉威西海螺 (330 熟料+400 水泥) | |
| 红狮项目 | 南苏拉威西马诺斯海螺矿山 (300 熟料) | 600 |
| | 红狮图班项目 (2 条 8000t/d, 筹建) | |
| 拉法基豪瑞项目 | 红狮直葛项目 (2 条 8000t/d, 筹建) | 1500 |
| | PTHolcim IndonesiaTbk | |
| | PTHolcim IndonesiaTbk | |
| | PT Holcim Indonesia Tbk Lafarge (Indonesia) PT Lafarge CementIndonesia | |
| 海德堡项目 | PTIndocement Tunggal Prakarsa,Tbk (Heidelberg) | 2490 |
| | PTIndocement Tunggal Prakarsa,Tbk (Heidelberg) | |
| | PTIndocement Tunggal Prakarsa,Tbk (Heidelberg) | |
| 印尼水泥项目 | PT Semen Gresik (Persero) Tbk | 3230 |
| | PT Semen Gresik (Persero) Tbk | |
| | PT Semen Padang | |
| | PT Semen Tonasa | |
| | PT Semen Baturaja PT Semen Bosowa Maros | |
| 其他公司 | 其他项目 | 2000 |

数据来源: 信达证券研发中心 (注: 拉法基豪瑞项目 2019 年出售给 Semen Indonesia)

图 30: 印尼水泥市场集中度较高


数据来源: 公开资料, 信达证券研发中心

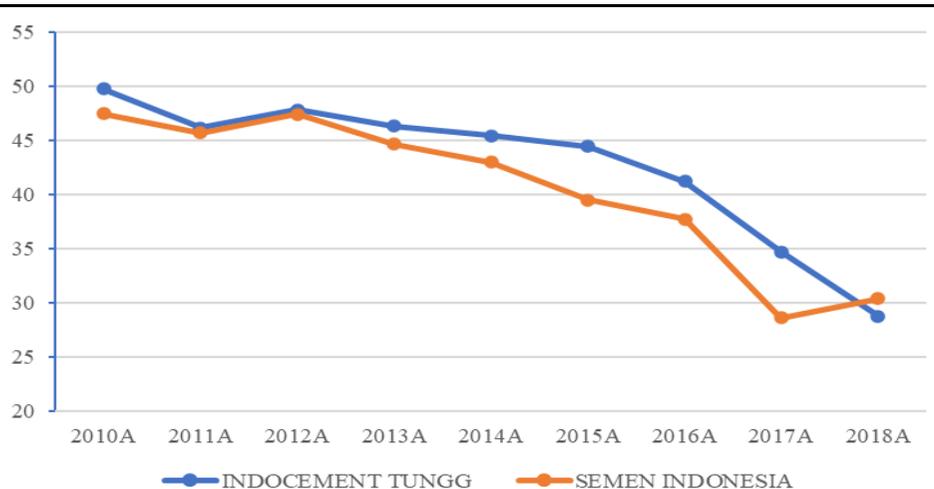
集中度提升之后, 具备定价能力和成本优势的水泥公司盈利能力较强。根据 Indocement Tugg 和 Semen Indonesia 公司年报数据, 2017 年之后格局维持相对稳定, 在总体产能利用不高的情况下依靠龙头公司在不同区域的较高的市占率控制产量和价格。2018 年 Semen Indonesia 水泥销售价格在 310 元/吨, 而 Indocement 公司销售均价在 350 左右; 同时根据海螺水泥销售数据测算, 海螺水泥的销售均在在 320-340 左右, 与 Indocement 相近; 从售价而言, 海螺在印尼项目并不低于本土厂商, 后续随产能逐步投放以及产能利用率提升, 盈利水平预计将提升至印尼两大龙头的平均水平。

盈利性方面, **吨毛利**随着产能快速投放从 2011-2014 年的 200 元/吨的高位水平下降到 100 元/吨左右的合理水平。和国内公司类似, 印尼水泥龙头企业也从事骨料石子和混凝土业务, 毛利率低于水泥业务。Semen Indonesia 产能利用率维持在较高水平, 出口量和出口价格均高于其他水泥厂商, 因此其盈利能力相对较好。2010-2014 年均维持在 45%左右的毛利率、20-25%的净利润; 2015-2018 年逐步下降到毛利率 30%、净利率 10%左右。而 Indocement 公司产能利用率较低, 但销售价格相对较高, 叠加管理方面相对明显, 净利率与 Semen 相近; 而 Semen Indonesia 公司非水泥业务盈利能力相对较低拉低整体盈利水平。

产能淘汰方面, 印尼缺乏国内行政去产能的过程, 基本依赖市场化竞争。但整体集中度较高, 竞争格局较高, 除印尼国家水泥产能利用率较高 (90%以上) 外, 其他厂商的产能利用率在 70%以下。同时由于印尼为多岛屿国家, 各家厂商在主要需求地区的区域市占率高于整体, 对价格的控制能力相对较强。而海螺水泥作为在 2011 年行业高点时新入者, 在主要投产时期行业产能过剩集中体现, 价格和利润持续下滑, 影响到后续产能投放, 叠加国内水泥行业维持高景气度, 公司将重心放在国内。后续随着印尼水泥行业需求逐步好转, 预计公司将加快产能投放进度, 深挖印尼等东南亚市场潜力, 复制其在国内市场的成功发展过程。

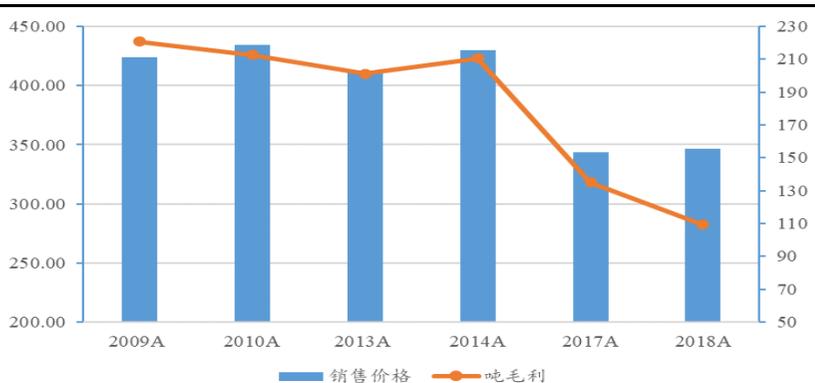
总结：考虑作为穆斯林国家的印尼总体经济中高速发展，容易受到外部干扰。印尼水泥行业逐步进入成熟时期，行业集中度较高、产能过剩严重，盈利水平中上。印尼国家水泥市占率超过 50%。良好的市场格局有利于维护厂商对价格的控制，海螺水泥前期的产能规划布局完成了在印尼市场的卡位，随着拉豪退出印尼市场，公司有望后续加快产能的投产，盈利能力提升至龙头公司的水平。同时公司在缅甸、老挝和柬埔寨接近 2000 万吨的总产能布局，将长期受益于这些国家的经济发展。这三个国家的水泥工业较为落后，整体价格和利润水平相对较高，在 2000 万吨产能全部投产后预计将贡献 6-10 亿的净利润水平。

图 31：两大水泥公司销售毛利率



数据来源：信达证券研发中心

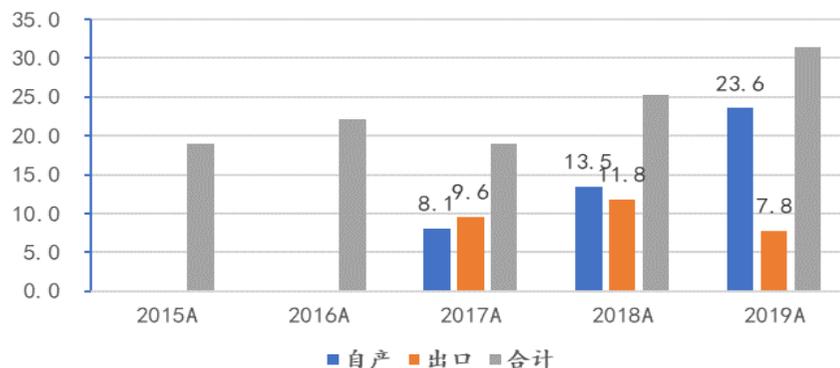
图 32：Indocement 水泥销售价格及吨毛利（元/吨）



数据来源：Indocement 年报，信达证券研发中心

海螺海外业务在 2019 年经历较大的增长幅度，主要为在柬埔寨 200 万吨项目投产，带来营收和盈利的高增长。而相应出口业务出现下滑，主要原因为国内水泥市场维持高位，出口利润不及国内，柬埔寨项目产量也替代一部分出口量。

图 33: 海螺水泥海外业务情况 (亿元)



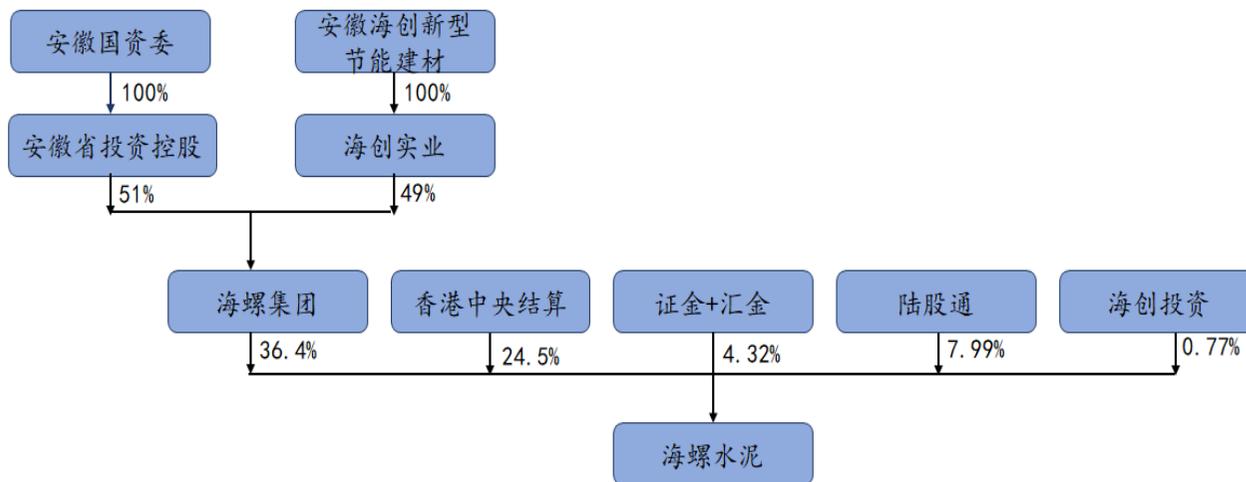
数据来源: 万得, 信达证券研发中心

海螺水泥龙头优势进一步凸显

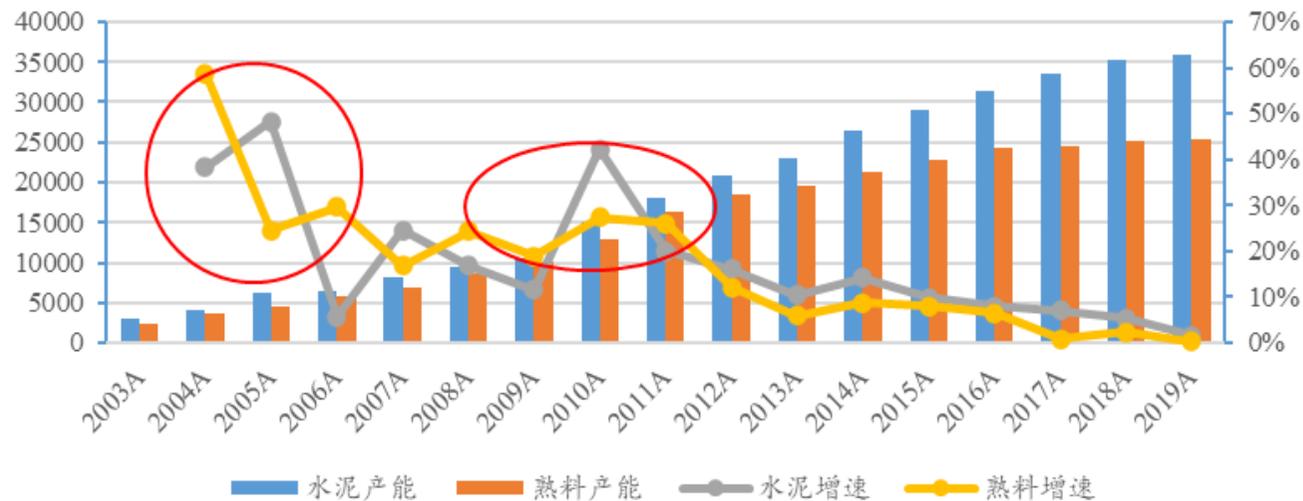
4.1 公司基本情况

海螺水泥以芜湖宁国水泥厂起家，1996 年海螺集团成立，1997 年 9 月海螺集团公司以宁国水泥厂和白马山水泥厂的出资设立“安徽海螺水泥股份有限公司”，同年 10 月在香港联交所上市，2002 年在上海主板上市，成为国内唯一 A+H 的水泥上市公司。公司主要产品为水泥，2016 年之后为逐步开始多元化业务，依托矿山资源拓展骨料石子和混凝土业务；同时为了平滑区域水泥价格和做大营收规模公司开展水泥贸易业务。

股权结构方面，2003 年海螺集团完成改制，从国有独资改制为国资控股，集团和下属企业工会及 8 名自然人成立海螺创业实业承接安徽省投资集团转让的 49% 海螺集团股权，公司控股结构基本确定，2009 年后主要股权变化不大。公司控股股东持股比例相对较低、公司对股权融资较为谨慎，作为国企债务融资成本较低，同时水泥行业盈利水平相对较强公司现金流强劲，在 2009 年之后无股权融资情况。公司主要管理人员通过海螺创业实业以及海螺创新投资等员工持股平台持有大量公司股份，是公司能够发展壮大重要支撑之一。陆股通自 2016 年持续增持，2019 年年报持股比例达到 9.48%，在周期性行业属于较高水平，2020Q1 有所减持。

图 34: 2020 年 Q1 海螺水泥股权结构


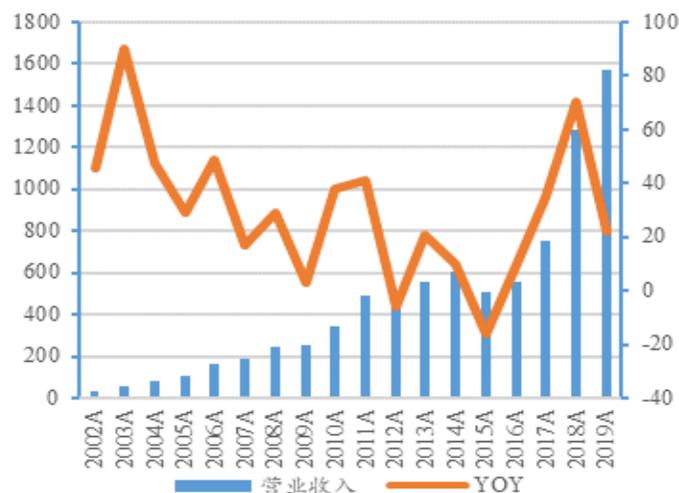
数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 35: 公司水泥产能产量情况 (万吨)


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

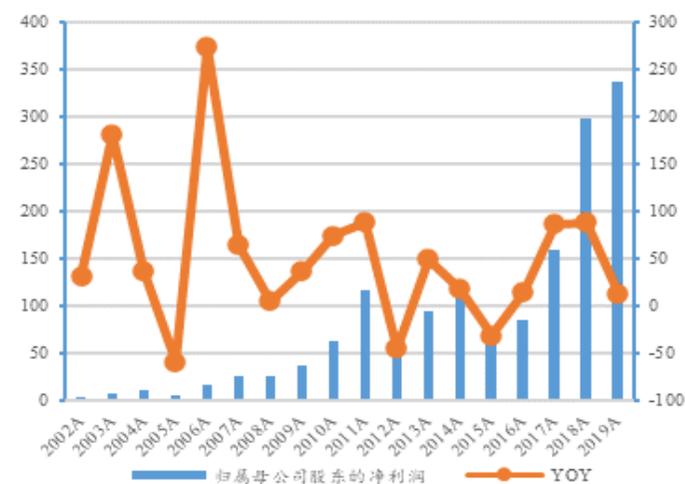
在产能、产量以及营收规模方面，公司持续做大做强，作为国内水泥行业的最优异的选手，公司发展历程基本能够代表我国水泥工业的发展。1997 年上之后从产能产量和盈利情况可以分为 4 个阶段，第一阶段为 1997-2004 年，公司深耕华东地区，做大做强“T 型”战略布局，熟料产能达到 3650 万吨，营收和盈利做到 84 亿和 19.4 亿元。第二阶段为 2005-2010 年通过自建产能迅速向华南、中南、西部及西南地区布局，期间经历 2009 年政策刺激加速，平均每年新增产能近 3000 万吨，水泥产能达到 1.5 亿吨；2011-2015 年通过自建+并购拓展产能，产能增速有所放缓，总产能达到 2.9 亿吨，营收和利润做到 600 亿元和 110 亿元；第四阶段为 2016 年至今，去产能和严控产量增量阶段，享受行业利润稳步提升，水泥产能达到 3.25 亿吨，营收和利润达到 1570 亿和 336 亿元。2019 年公司营收、净利润、吨盈利均达到历史高位，国内水泥行业迎来最好年代，在新增产能严控以及环保限产严格执行情况下，总体产能过剩情况下，行业企业享受控产能带来的高利润。

图 36: 上市以来营业收入及增速 (亿元)



数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 37: 上市以来归母净利润及增速 (亿元)

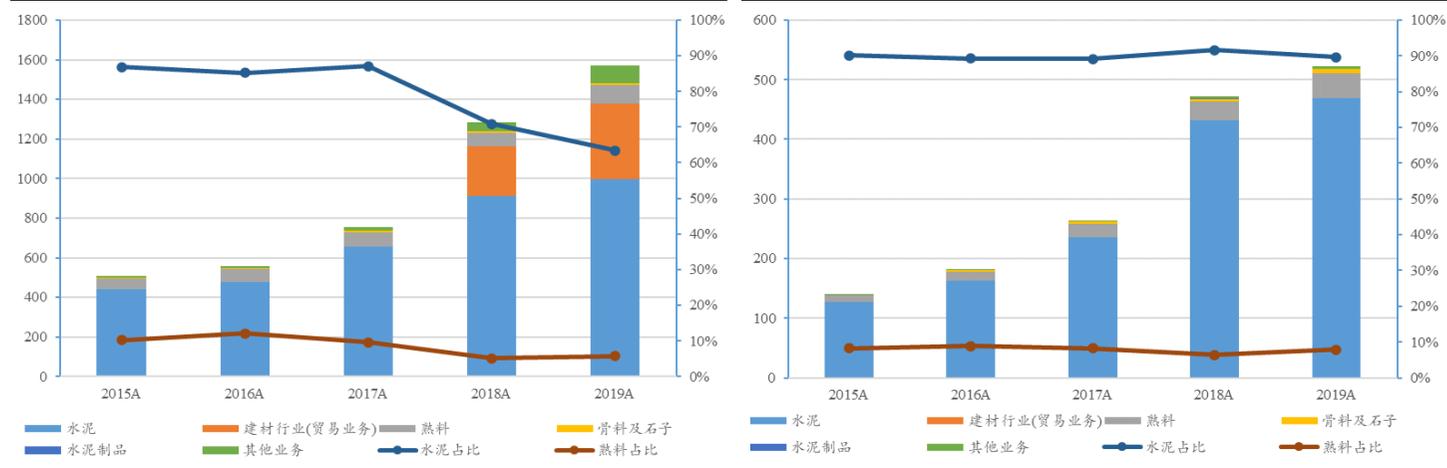


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 38: 2008 年以来全国平均水泥价格


数据来源: 数字水泥网, 信达证券研发中心

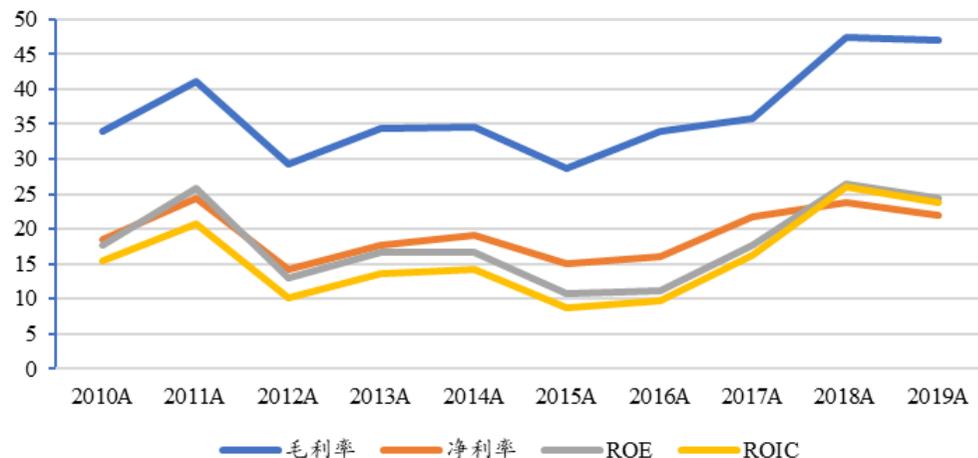
2018 年以来公司通过贸易业务扩大营收规模, 其他业务收入也跟随快速增长, 主要为建材相关的材料业务收入, 毛利率为较低。而水泥和熟料的毛利率较高, 毛利润占比超过 97%。

图 39: 公司营收和毛利润结构 (亿元)


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

由于产品结构较为单一，公司盈利状况和水泥价格密切相关，但公司综合成本最低在行业最低，在行业景气度最低的 2009 和 2015 年公司依然维持较高的利润水平。2018-2019 年扣除贸易业务后净利率在 28%左右（考虑销售和管理费用后更高）。过去十年公司 ROE 和 ROIC 平均在 18%和 15.9%的相对较高水平，仍后较大提升空间。

图 40: 公司盈利较强 (%)



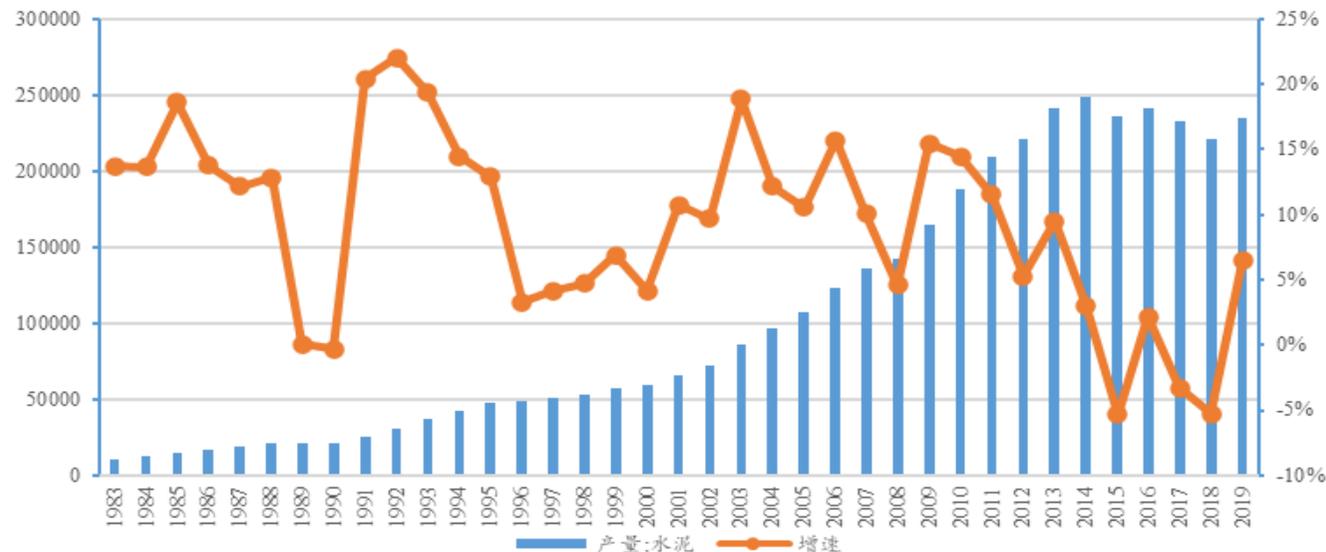
数据来源: 万得, 信达证券研发中心

4.2 国内水泥行业发展历程回顾

4.2.1 国内水泥行业发展过程

1985 年我国水泥产量达到 1.5 亿吨成为全球最大的水泥生产国, 随后 30 年均维持增长, 到 2014 年产量达到峰值 24.77 亿吨。按照国内经济发展状况和水泥产量增速, 其中有 1992、2002、2006 和 2009 年四波增速高峰, 2014 年进入成熟平台期; 产量全球占比在 50-55%左右, 而产能占比则超过 60%。伴随国内水泥产量增长, 水泥工艺装、备技术领先全球, 同时余热发电、垃圾协同处理、危废处理、超低排放等技术也领先全球, 并持续向国外输出技术、设备和产线等。

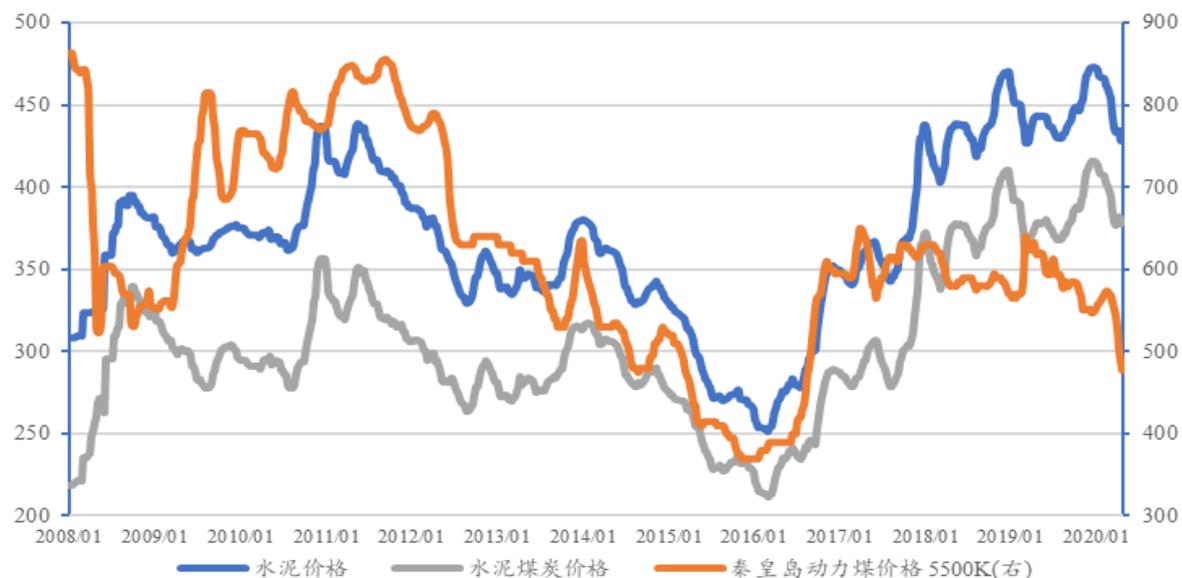
2009 年水泥行业产量增速逐步降低, 到 2014 年进入平台期, 期间水泥行业竞争格局快速发生变化, 行业集中度迅速提升; 2010 年之前集中度提升主要依靠厂商自建产能, 2011 年随着行业需求放缓, 产能过剩问题凸显, 水泥价格下降带来并购成本降低, 企业或产线收购兼并提升集中度的情况大量增加; 2016 年供给侧改革进入行政去产能的高峰阶段, 大量无效产能被淘汰, 行业集中度提升至相对较高水平维持基本稳定, 具有技术和环保优势的公司产能利用率相对较高。

图 41：国内水泥产量（万吨）


数据来源：万得，统计局，信达证券研发中心

随产能快速增长，产能利用率在 2008 年之后快速下降，到 2013 年开始行政限制新增产能，同时需求仍有一定增速，行业进入新的弱平衡阶段，此阶段行业整体维持弱盈利状态，具备成本优势的龙头厂商维持相对较好的利润水平。但 2014H2--2015 年地产政策导致需求快速下滑带动产能利用率破位下移至 80% 以下，2019 年重回 80% 以上（图 3 所示产能利用率区线）。2016-2019 年的供给侧改革、环保限产、错峰生产以及企业间区域合作使水泥产量的弹性得到严格控制，价格对供需关系的边际改善敏感性更强，2019 年地产需求的超预期带来价格的大幅上涨。

成本是行业最重要的竞争力，水泥行业产业链较短，上游为石灰石矿山、黏土、煤炭、电力等，水泥行业公司的议价能力相对较弱；下游主要包括直销企业/项目、混凝土厂商以及经销商等，有相对较强的溢价能力，并能够根据供需情况较灵活调节价格。一定区域内各家厂商的价格差异较小，因此成本成为各家厂商盈利差异的主要影响因素。成本项主要包括电力煤炭、石灰石、黏土以、运输成本以及管理财务费用等，电力和煤炭价格根据水泥产线所处区域决定，而主要的差异在产线建设成本、石灰石矿山取得成本、运输费用和管理财务费用，规模效应较为明显。而海螺利用“T 型”发展战略，将熟料和粉磨站分离，利用长江航道连接上游生产地区和下游高价格高需求区域。熟料生产利用安徽芜湖等地优质石灰石矿山和煤炭资源，下游东南沿海地区高需求，价格高于其他地区，铸就国内水泥低成本发展典范。

图 44: 水泥和煤炭价差 (元)


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

根据海螺水泥、华新水泥和中国建材等公司水泥熟料成本构成, 煤炭和电力占据水泥熟料综合成本在 50%--55%, 可以用水泥/煤炭价格来表征盈利空间情况 (单吨水泥耗煤在 110--130Kg)。2020 年 4 月秦皇岛动力煤 5500 大卡价格 2015 年之后首次跌破 500 元/吨, 对水泥行业盈利形成一定支撑。

行业政策是市场稳定的重要支撑。2017 年以来水泥行业持续高盈利, 但并未带来市场的无序化竞争, 从 2013 年国务院关于化解周期行业过剩产能的指导意见, 行业限产能产量的政策不断收紧, 限制政策不断增多, 主要包括严禁新增产能、减量置换、环保限产以及行业错峰生产四类, 前两项控制总产能情况, 而后两项控制产量情况。在总产能不增加的情况下, 通过调节总体产能利用率压降产量, 其中主要措施为缩短生产时间, 新疆地区停产时间接近半年。

表 12. 水泥行业主要政策

| 日期 | 颁布部门 | 文件 | 摘要 |
|------------|----------------------|------------------------------|--|
| 2013/10/15 | 国务院 | 关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见 | 在 2015 年底前再淘汰水泥(熟料及粉磨能力)1 亿吨。推广使用高标号水泥和高性能混凝土, 尽快取消 32.5 复合水泥产品标准, 逐步降低 32.5 复合水泥使用比重。 |
| 2014/5/13 | 国家发展改革委、工业和信息化部、质检总局 | 关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知 | 自 2014 年 7 月 1 日起, 对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策, 对明确淘汰的利用水泥立窑、干法中空窑、立波尔窑、湿法窑生产熟料的企业, 其用电价格在现行目录销售电价基础上每千瓦时加价 0.40 元。 引导北方采暖区企业冬季开展错峰生产; 制修订水泥产品标准, 鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥, 优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥; 研究制定财税、价格等相关政策, 激励水泥窑协同处置; 取消复合水泥 32.5 等级标准, 大力推进特种和专用水泥应用。 |
| 2015/8/31 | 住建部 工信部 | 关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知 | 2020 年底前, 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目; 2017 年底前, 暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料产能置换。 |
| 2016/5/18 | 国务院办公厅 | 关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见 | 大力压减水泥、平板玻璃过剩产能, 严禁备案和新建新增产能项目, 依法依规淘汰不达标产能。 |
| 2016/10/11 | 工信部 | 关于印发建材工业发展规划(2016-2020 年)的通知 | 明确了 2020 年前, 严禁新建、新增产能项目; 2017 年底前, 暂停实际控制人不同企业间产能置换; 加快压减和淘汰过剩和落后产能, 鼓励优势企业带头兼并与收购企业, 从整体上提升水泥行业的整体市场竞争力; 熟料去产能目标加码至 4 亿吨(压减 20%), 至 2020 年熟料产能利用率≥80%, 2020 前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料建设项目。 |
| 2017/6/7 | 中国水泥协会 | 《水泥工业“十三五”发展规划》 | |

数据来源: 万得, 信达证券研发中心

4.2.2 水泥行业周期性被削弱

水泥行业作为与基建和地产密切相关的中上游周期品, 在中长期范围依赖基建地产建设强度和人口成长迁徙情况, 与经济周期波动关系密切。但 2016 年之后多种行业政策的实施打断了水泥周期传导路径。传统周期传导路径为: 经济增长、政策刺激带动基建、地产投资→水泥需求增加、价格上涨→水泥企业利润增加扩产产能→产能逐步过剩、地产基建调控政策→价格回落、盈利恶化; 进而等待下一轮宏观刺激政策。而 2016 年该周期传导被打断, 产能扩张链条被限制, 在行业景气度较高时无法扩张产能, 在需求边际增加时带来较大价格和利润弹性。对比水泥需求量和投资数据, 可以发现水泥需求增速对基建和地产投资增速更加敏感, 投资更小的增速带动更大水泥需求增速。

小周期方面(年内淡旺季)周期性也有所改变, 呈现出淡季不淡和旺季更旺的情况, 与产量边际弹性降低有关(总产能下

降、错峰及联合减产影响向上弹性); 淡季时产量能得到良好控制, 旺季时产量释放弹性降低。一般在农历新年前后一个月及夏季多雨季为水泥淡季, 其余为旺季, 总体需求呈现前高后低; 年环保限产同时影响水泥生产和建设开工, 北方地区冬季需求较弱, 而南方地区通常会出现冬季赶工现象, 因此北方地区价格高点出现在秋季, 而南方出现在冬季。

4.3 海螺水泥发展历程及优势

4.3.1 公司发展历程

自 2002 年在 A 股上市以来, 海螺水泥 A 股累计上涨 43 倍、H 股上涨 113 倍 (截至 2020 年 4 月 21 日), 营收和利润分别增长 52 倍和 127 倍; 股权融资主要在 2009 年之前, 而 2016 年分红快速增加, IPO 和再融资共 156.1 亿元, 累计分红 422 亿元 (含 2019 年分红)。公司的股价主要为利润驱动, PE 水平降至上市之初的 50%。公司经营和股价可以分为四个阶段。

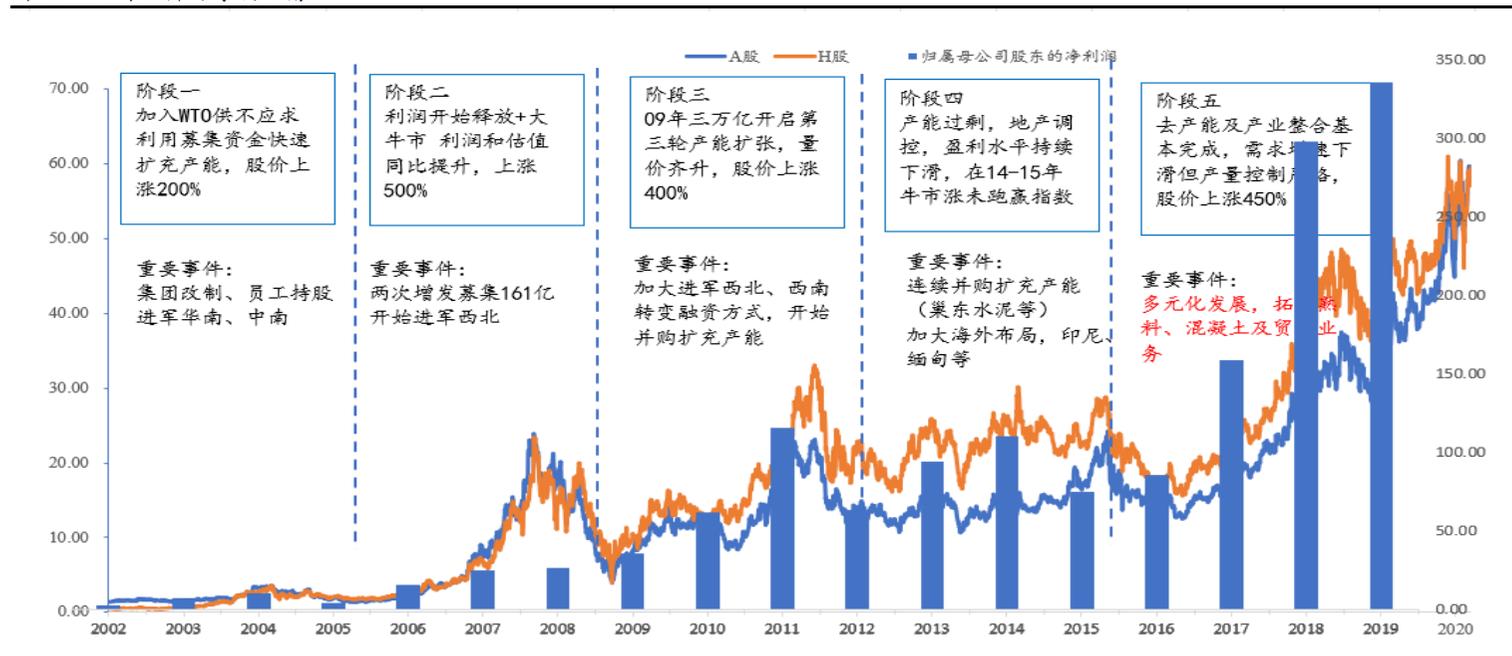
- (1) 2002 上市-2005Q3: 上市后利用募集资金加大拓展产能, 从上市之初的 2000 万吨拓展到 2015 年的 6000 万吨, 增幅 200%。此阶段水泥需求旺盛, 价格较高, 净利润从 2002 年的 2.6 亿元增长到 2014 年的 10 亿元; 2003 年“非典”之后的宽松政策导致 2014 年经济过热和通胀超预期, 2014 年 4 月国家调控过热, 水泥价格回落叠加煤炭价格上涨, 盈利水平回落。
- (2) 2005Q4-2008Q4: 宏观调控之后经济加速增长, GDP 增速超过 10%, 公司产能继续快速扩张到 1.05 亿吨, 同时政策淘汰立窑等落后产能, 公司市占率快速提升。在华东产能布局基本完成之后开始拓展中南地区, 到 2008 年公司东部区域营收占比下降到 50%, 中部和南部占比达到 48%。2006--2007 年大牛市市公司盈利和估值均大幅提升的“戴维斯双击”时期, 期间 A 股涨幅到达 1700%。
- (3) 2008Q4—2012Q2 经济危机后施行经济刺激政策, 公司开启新一轮大幅扩张, 产能三年内从 1 亿吨提升到 2.09 亿吨, 其中收购扩张占比提升, 同时加速进军西部市场; 行业层面加大落后产能淘汰, 每年淘汰 1 亿吨立窑产能, 公司市占率开启第二轮提升。为抑制经济过热, 国家在局部地区拉闸限电, 水泥和煤炭价格从 2010 年下半年均快速上涨, 带来公司盈利攀升到 110 亿元。
- (4) 2012Q3-2016Q1 需求见顶、产能全面过剩, 行业进入加速淘汰整合阶段, 公司主要收购+自建将产能从 2.1 亿吨增长到 3.1 亿吨。2012-2014 年行业的平台期被 2015 年地产调控打破, 水泥价格快速下跌, 促使国家出台供给侧改革政策; 公司基本完成产能布局, 并通过提升技术改造产线, 继续提升内功降低成本。该阶段公司盈利波动较大压制公司估值水平。
- (5) 2016Q2—至今, 行业由政策主导期, 产能产量得到严控, 大企业整合进一步提升行业集中度, 行业进入寡占合作

阶段。公司享受产能布局合理、成本较低以及产能利用率较高的优势，尽享行业高景气度，盈利水平稳步提升，股价迎来长达四年上升周期。

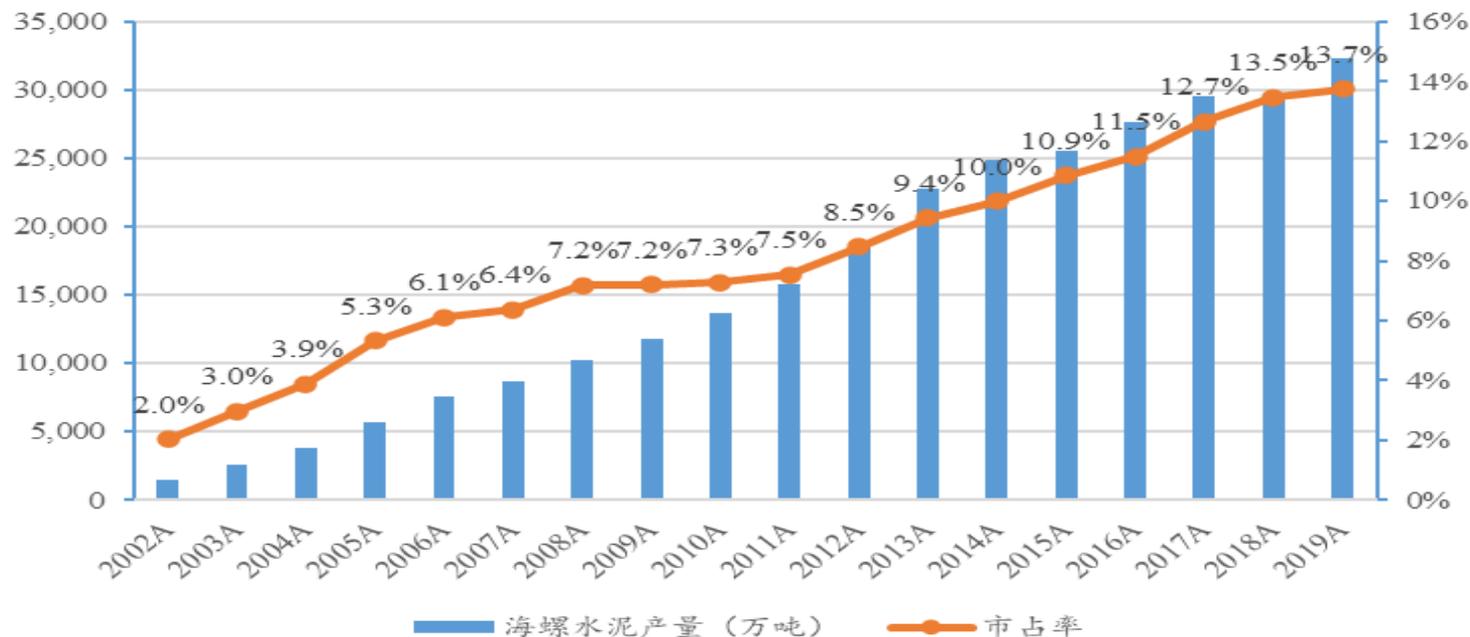
水泥行业公司最突出的特点是业务结构较为单一，企业规模增长主要通过产能扩展，盈利弹性主要来自价格上涨。在前4个阶段产能持续扩张阶段，公司利润提升不仅仅是价格向上弹性所致，还包括总体产能增长摊薄期间费用、对上游煤炭、电力等采购折扣，单体产线产能增加（从2000t/d提升至12000t/d）降低初始投资成本，技术提升垃圾固废等协同处置进一步摊薄成本等。周期品的属性决定规模效应极其重要，市占率提升带来更多议价能力，因此在前四个阶段无论行业景气度如何公司均大力扩展产能，市占率从上市之初的2%左右提升至13.7%。

而从市占率角度考量国内市场集中度，龙头公司的市占率远低于欧洲、日本等中等市场龙头，但是按照省份或区域划分，行业集中度或公司市占率远高于全国平均水平；公司与中国建材紧密合作，水泥贸易进一步提升公司表现市占率和对区域价格的控制能力。

图 45：公司股价与净利润情况



数据来源：万得，信达证券研发中心

图 46: 公司市占率持续提升


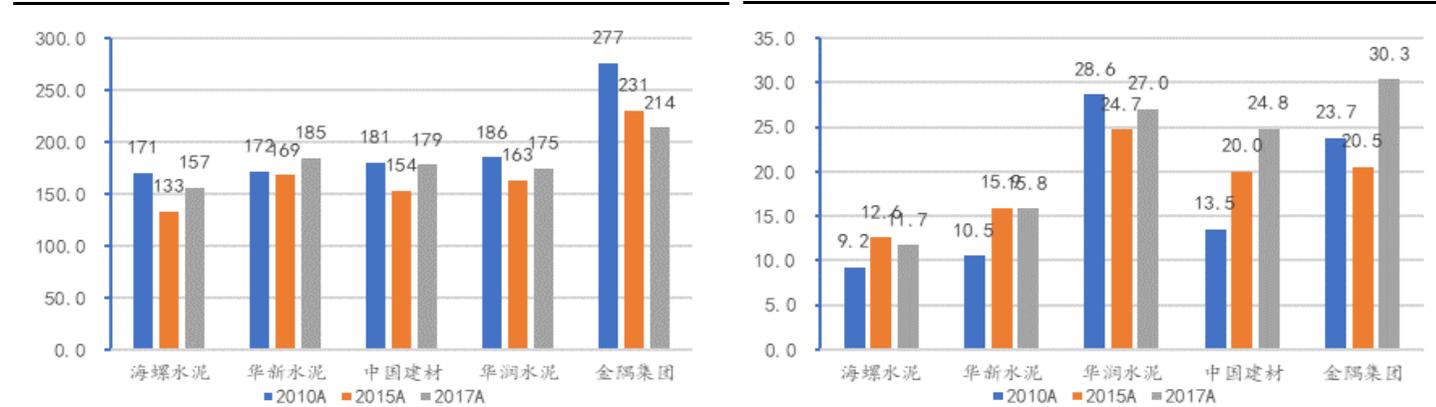
数据来源: 万得, 信达证券研发中心

4.3.2 海螺水泥主要优势

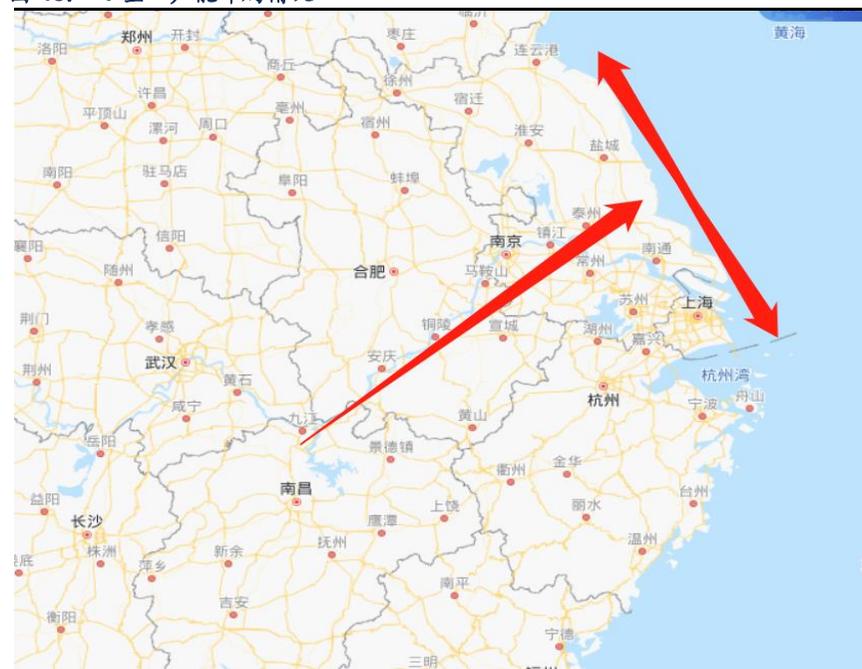
“T型”产业布局、高效管理层以及优异员工激励铸就公司长久竞争力。公司在上市之前就确定“T型”沿江布局产能战略, 利用长江水道创新性地将熟料和粉磨站分离; 通过长江航道连接上游低价原材料产地和下游最大的消费市场, 熟料厂建立在安徽芜湖等石灰石资源丰富地区, 而磨站设立在沿海的主要需求地区。安徽省内长江沿岸具有优质的石灰石矿山资源、淮北淮南低价煤炭资源, 叠加万吨级产线、千万吨级熟料基地, 将综合成本降低 30-40 元/吨, 在行业普遍亏损的 2015 年, 公司吨净利达到 29 元。

在管理层及激励方面, 公司员工通过海创实业和海创投资最高时合计持股约 22.8% 的股份 (海创实业投过海螺集团间接持股约 18%, 海创投资最多持股 4.68%); 员工利益深度绑定, 国企体制下保持民营企业的高效率及成本控制能力。

在技术方面, 公司依然引领国内水泥技术的发展, 国内最早发展万吨级熟料产线, 并最早发展垃圾、危废协同处置; 这样既能降低成本、提高效率, 又能在错峰生产、环保限产期间保障协同处置产线不停产, 提升产能利用率, 进一步降低成本。

图 47: 海螺水泥吨成本（左）和吨管理费用（右）均较低（元/吨）


数据来源: 万得, 信达证券研发中心 (注: 由于 2019-2019 年海螺开展贸易等不易拆分, 故取 2017 年之前数据)

图 48: “T”型 产能布局情况


数据来源: 高德地图, 信达证券研发中心

4.3.3 公司大部分周期跑赢大盘

复盘公司股价走势，公司股价大部分周期跑赢沪深 300 指数，仅 2014-2015 年牛市期间跑输，公司股价主要为业绩驱动，估值变化对公司影响相对较小， α 优势明显， β 属性不显著。2014-2015 年牛市主要由流动性提升估值主导，公司仅在此期间跑输指数。在 2016 年之前水泥行业盈利水平主要与经济增速密切相关，公司作为水泥行业最具成本优势的公司，能够放大行业盈利和经济周期性向上弹性。

公司取得大幅超额收益主要在三个阶段，即上述公司发展的第（1）（2）（5）阶段，这些阶段水泥行业竞争格局相对较好，在第（3）阶段公司利润也取得大幅提升，但由于行业产能过剩严重，周期性行业处于估计水平降低阶段，公司的估值水平从 2008 年之前的 20x PE 水平下降到此时的 10-12 PE 的平台，虽然股价上涨也跑赢沪深 300，但涨幅和超额收益（1）（2）（5）等三个阶段的情况。

1) 2002-2004 年，经济处于加入 WTO 之后的快速增长期，虽有“非典”疫情的干扰，但 GDP 增速依然达到 10% 左右，对水泥需求快速增长，该阶段水泥价格相对稳定，而煤炭价格在 2002-2014 年初维持较低水平。同时为对冲非典疫情流动性较为宽松，该阶段公司股价上涨 270%。2014 年 4 月调控经济过热，水泥价格回落，煤炭价格大幅上涨，从 2003 年低位的 270 元/吨上涨到 2014 年底的 450 元/吨，股价开始回落。

2) 2005-2008 年，经济快速增长+大牛市+水泥供给短缺共同铸就戴维斯双击，盈利从 2005 年的 4 亿提升至 2007 年的 25 亿元，估值水平从 20x PE 提升至历史最高的 50--60x PE，股价累计上涨近 1700%，跑赢沪深 300 的 534% 的涨幅。该阶段公司产能扩充一倍，水泥价格从 300 稳步上涨到 400 元/吨，煤炭价格维持相对稳定，水泥吨盈利从 2005 年的 10 元提升至 2007 年的 30 元，量价齐升。

3) 2016 年至今，主要依赖盈利驱动股价，水泥价格和公司盈利逐步与经济周期关联度有所降低，行政去产能、限制产量带来行业景气度长时间提升。水泥价格在 2016 年中触底之后，价格中枢稳步提升，2016-2019 年水泥价格中枢分别为 300/350/420/440 元/吨左右。公司依靠成本优势、产能优势以及区位优势，享受高利率和高产能利用率，净利润从 2015 年的 75 亿元提升至 2019 年的 336 亿元，增加约 350%，而股价从 2016 年最低 11.5 元上涨到 62 元，涨幅约为 400%，远超沪深 300 同时期的 35%。该阶段公司产能基本维持稳定，水泥价格中枢稳步上行，且从 2018 年煤炭价格逐步下行，带来水泥盈利上下均有提升空间。

海螺水泥 H 股从 2002 年涨幅大于 A 股主要在（1）2002-2004 年期间，此阶段港股上涨 620%，而 A 股仅上涨 270% 左右，原因主要为此时 A 股流通股份相对较少，在 2003 年完成控股股东改制之后并在 2007-2008 年大幅增发，流通股大幅增加，此后 A 和 H 股涨幅基本相当。

图 49: 公司 A 股大幅跑赢沪深 300


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

图 50: 2002 年以来 H 股表现情况


数据来源: 万得, 信达证券研发中心

通过复盘海螺水泥产能和股价情况，可以得到：（1）2016年之后市场逐步接受水泥行业周期性减弱，但边际定价仍是主导，根据水泥价格以及对政策预期来对行业估值和盈利定价；（2）海螺水泥作为行业龙头，盈利能力具有超越周期的能力，如果出现行业景气度大幅下行，则公司具备整合提升产能和市占率能力，估值水平有望提升。但也存在一定政策风险，政策调控对行业的影响较大，无论是2016年之前调控地产和基建对需求增速产生较大影响，还是2016年之后各种政策对产能产量进行限制，未来行业主要的风险应来自于政策变动风险；本轮景气度周期厂区超越之前20多年发展中所有向上周期，后续在行业政策以及产业格局发生显著变化之前，这种稳态形势预计将不会发生根本改变，海螺水泥的高盈利水平预计持续周期将继续超预期。

4.4 海螺水泥对比海外龙头

将海螺水泥与海外水泥龙头公司拉法基在发展历程、产能产量以及盈利能力方面进行对比可以更好理解海螺水泥各方面尤其是盈利能力的优异特质。拉法基公司与Holcim于2015年合并为拉法基豪瑞公司，但并不影响对比。多种因素造就海螺水泥独一无二的成本优势，同时海外龙头公司不具备国内的政策环境。

4.4.1 拉法基简介

拉法基是法国水泥龙头，成立于1883年并在2001年收购第六大厂商蓝图（Blue circle）公司成为全球水泥最大生产企业，2015年与Holcim合并之前其具有2.15亿吨水泥产能（权益产能1.65亿吨）；合并后LafargeHolcim在全球60多个国家开展业务，业务涵盖水泥、骨料、混凝土以及创新解决方案业务，2019年水泥熟料产能2.86亿吨（剥离印尼产能之后相对2018年减少约2000万吨）、骨料石子3亿吨、混凝土6000万方；2019年销售量分别为2.08亿吨、2.7亿吨和4770万方。

产能扩张过程以外延并购为主，这是其所属地区及业务拓展地区的基本情况所决定。欧洲国家水泥需求量相对较小，法国产量最高时期也未超过4000万吨，在国内市场并购整合提升市占率积累较多经验。同时并购能够使拉法基快速进入市场，在较短时间内达到较高市占率，但面临并购成本相对较高，抬升后期摊销成本。1970年左右法国水泥需求见顶，拉法基走并购之路，1975-1990年整合北美市场→1990年欧洲市场→1995年东欧市场，收购包括加拿大水泥、蓝图水泥等其他空头公司，并在1997年亚洲金融危机后进入亚洲市场（中国、印尼、越南等）；1990-2000年为外延并购的主要时期，期间完成90个并购项目。公司到2015年与Holcim合并之前，是法国、英国、北美、中东等地区最大的水泥生产企业，总产能在2.15亿吨。

水泥产业链上下延伸，多元化业务的扩展之后聚焦水泥及骨料混凝土业务。伴随水泥产能扩张，拉法基拓展骨料、混凝土、屋面、石膏板、创新业务等。1931年收购进入石膏板领域，1956年收购进入混凝土领域，1997年收购英国Redland增强混凝土业务，同时进入屋面领域。但在经济波动周期中，这些业务的盈利能力弱于水泥业务，在经济冲击中产生较大亏损。2007年出售屋面业务，2010年出售石膏业务，2015年后聚焦水泥、混凝土与骨料业务。

遭遇危机，与另一巨头抱团取暖。2008-2009 年的经济波动对公拉法基击严重，营收和业绩长时间内未能恢复，促成公拉法基当时第三大水泥公司 Holcim 成立拉法基豪瑞；随后拉法基展在亚洲业务的整合工作，逐步剥离在中国（整合至华新水泥、并出让四川双马控股权解决同业竞争）和印尼的水泥业务。

拉法基（豪瑞）业务种类经历扩展和聚焦

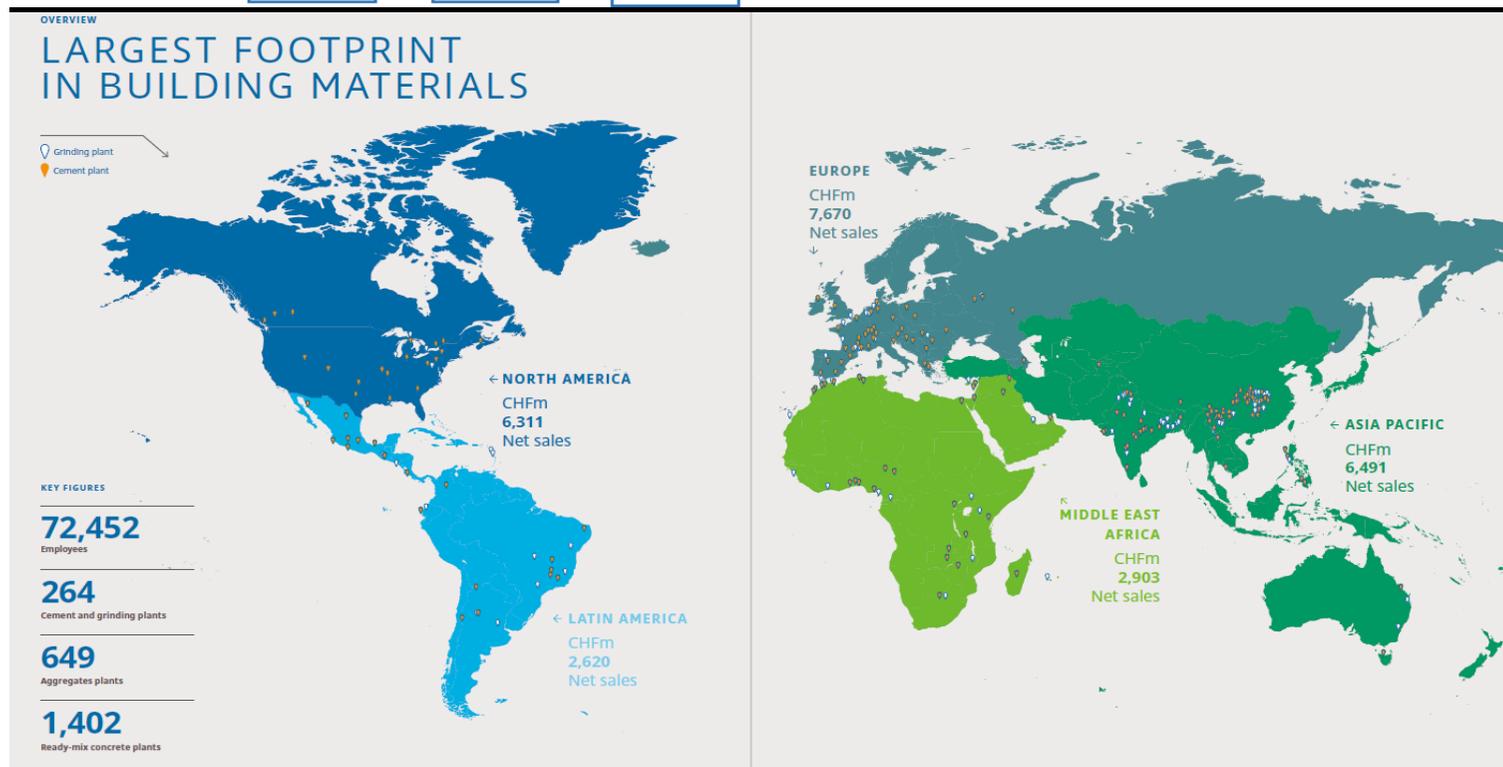
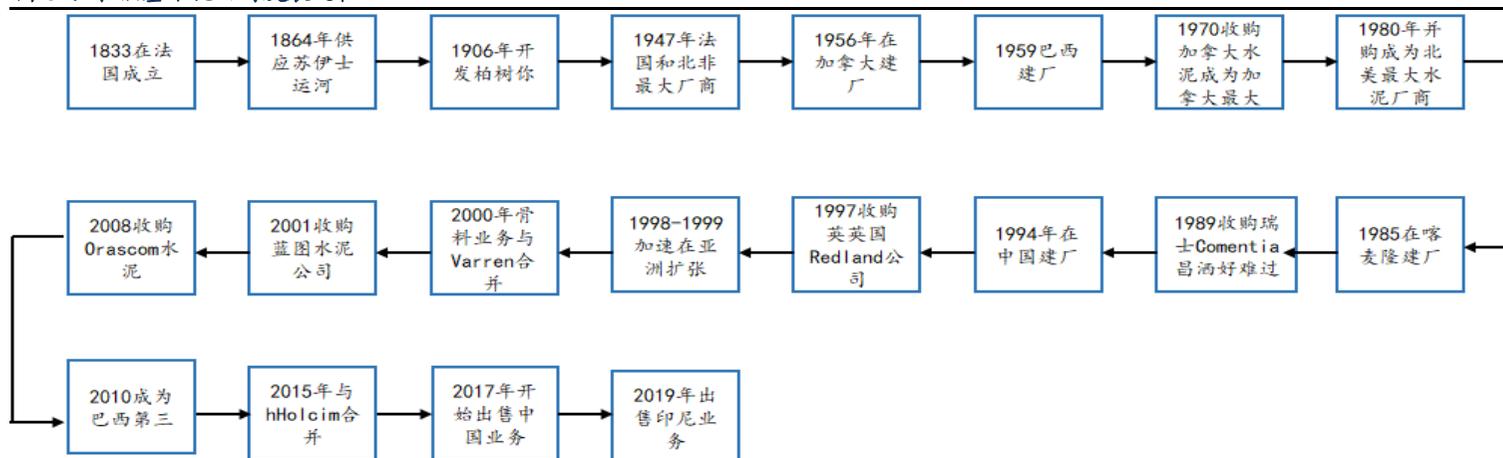
1997 年收购英国 Redland 公司之后公司业务种类达到最多时期，水泥业务占比下降到 33%，亚洲金融危机中加大亚洲业务拓展，水泥业务占比回升；2007 年屋面业务之后水泥占比回到 58%；2011 年进一步剥离石膏板业务水泥营收占比回升至 61% 左右，之后稳定在 60%。而骨料和混凝土业务合计占比在 30--35%，与 Holcim 公司类似，因此合并后仍维持在 30%。

但利润方面，水泥业务的盈利能力远高于其他业务，1998 年贡献 67% 的营业利润，到 2010 年占比提升至 91%，此时已经剥离屋面业务。2015 年合并之后全球水泥市场较为稳定，拉法基利水平有所恢复，水泥业务 EBITDA 占比稳定在 80% 左右，但整体盈利能力相对于金融危机之前有较大水平下滑。

图 51：拉法基收入（左）和营业利润（右）占比情况



数据来源：拉法基年报，信达证券研发中心（注：2007 年剥离屋面业务，2010 年剥离石膏板业务。营业利润 2011 年之前为 current operating income，2011 年及之后为 EBITDA）

图 52: 拉法基水泥公司发展过程


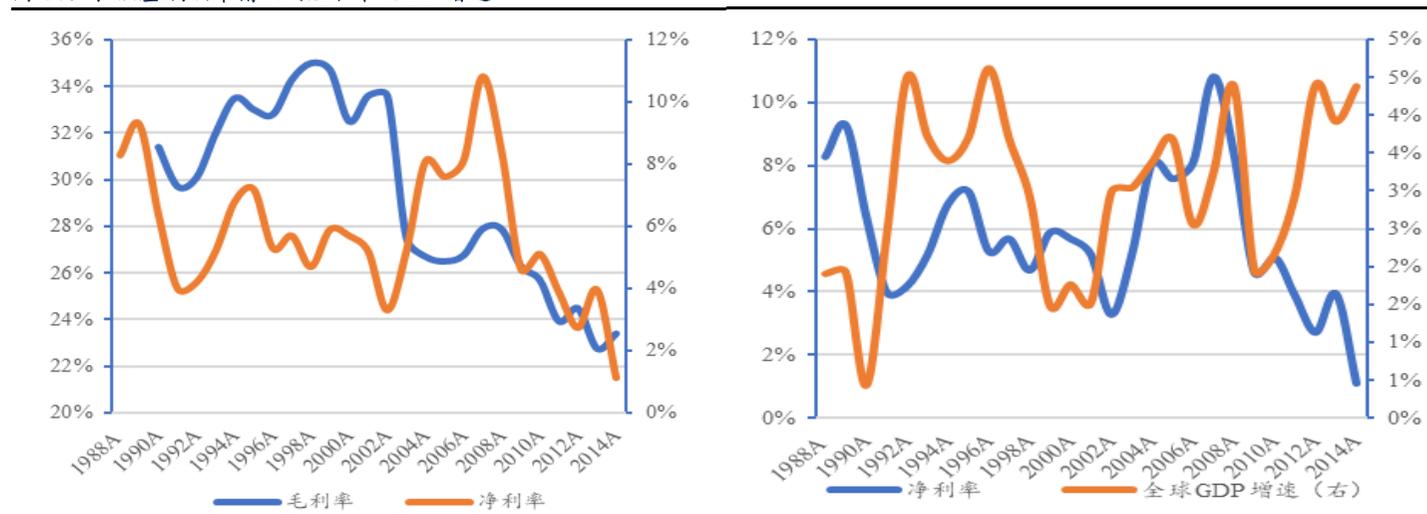
数据来源: 万得, 信达证券研发中心

4.4.2 拉法基公司盈利能力在 2008 年之后维持较低水平

1988 年以来拉法基利率和净利率可以分为三个阶段。1990-2002 年，该阶段维持在 30%--35% 的较高水平毛利率，2003-2008 年受到欧洲经济影响、亚洲业务毛利率相对较低以及煤炭价格影响，降至 25%--30% 平台，2009—2015 年受到全球经济危机影响降至 25% 以下。毛利率随拉法基全球布局完成、业务多元化以及区域毛利率差距相对较大等多因素影响。但净利率与毛利率在 2002-2008 年的背离主要受到亚洲和北美业务盈利较好带动。

净利率走势基本与毛利率相近，受到经济周期影响更大，净利率滞后于全景经济波动约一年时间，在 1991/2002/2009 年均出现大幅下滑，2009 年之前整体维持在 6%--10%，2009 年之后长期维持低于 5% 促成拉法基与 Holcim 合并。1988 年之后法基净利率维持在 12% 以下，相对于 1970-1980 年之间较长时间维持在 15%--20% 的净利润有较大程度下滑，作为并购拓展产能的水泥公司，资产负债率相对较高，全球布局导致管理费用相对较高；同时欧美国家较高环保、社区支出等也导致期间费用高于亚洲水泥公司。

图 53: 拉法基利润率情况 (左) 和 GDP 增速



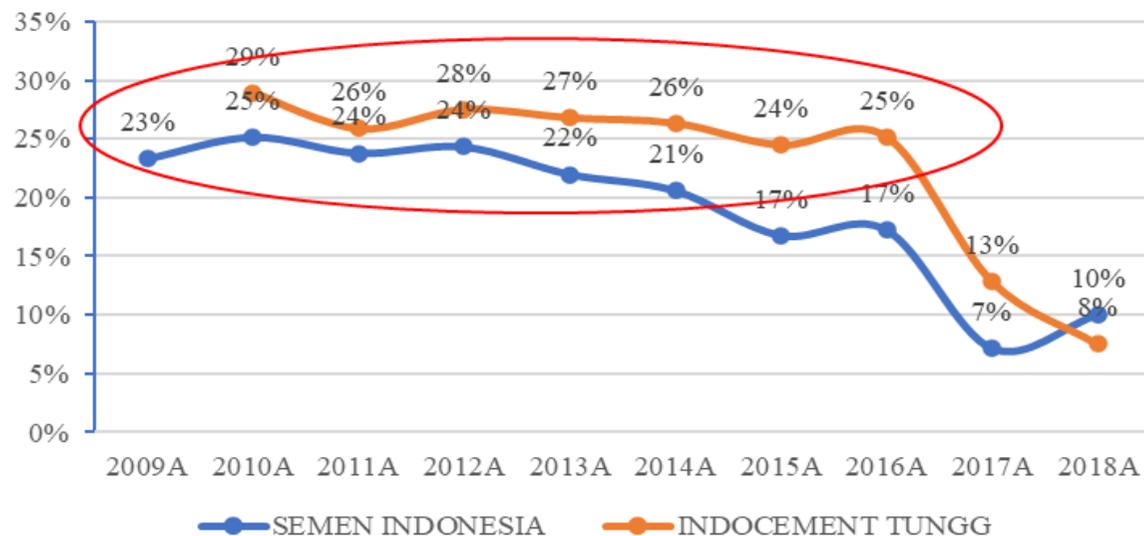
数据来源: 万得, 信达证券研发中心

拉法基公司盈利能力在 2009 年之后维持在较低水平，且随经济周期波动而变化，主要原因为公拉法基能在全球范围内较为分散，各地区集中度不同、经济发展状况差异较大，整体经济增长动能较 2008 年有较大变化，中国成为主要的增长力，而拉法基在中国的产能布局相对较少，与 Holcim 和并购国内产能整合进华新水泥，2017 年欧美及亚洲其他国家水泥行业不景气拖累较大，中国市场的高盈利并未提升公司整体盈利能力。

拉法基由于产能较为分散易受经济波动影响，但集中度较高的初步成熟的区域性水泥公司能够在较长的时间内维持较高的利

润率，墨西哥水泥龙头 Cemex 公司的在 1991—2002 年维持 15% 以上净利率，长达 12 年，而此阶段 Cemex 在墨西哥的市占率超过 80%。印尼水泥行业双龙头 Semen Indonesia 和 Indocement Tugg 公司在 2009-2016 年期间均维持 20% 的净利率，两者合计市占率超过 55%。因此可以推断国内水泥行业区域龙头公司同样可以在较长时间维持 15% 以上净利率。

图 54：印尼水泥龙头在 2009-2016 年维持较高净利率



数据来源：万得，信达证券研发中心

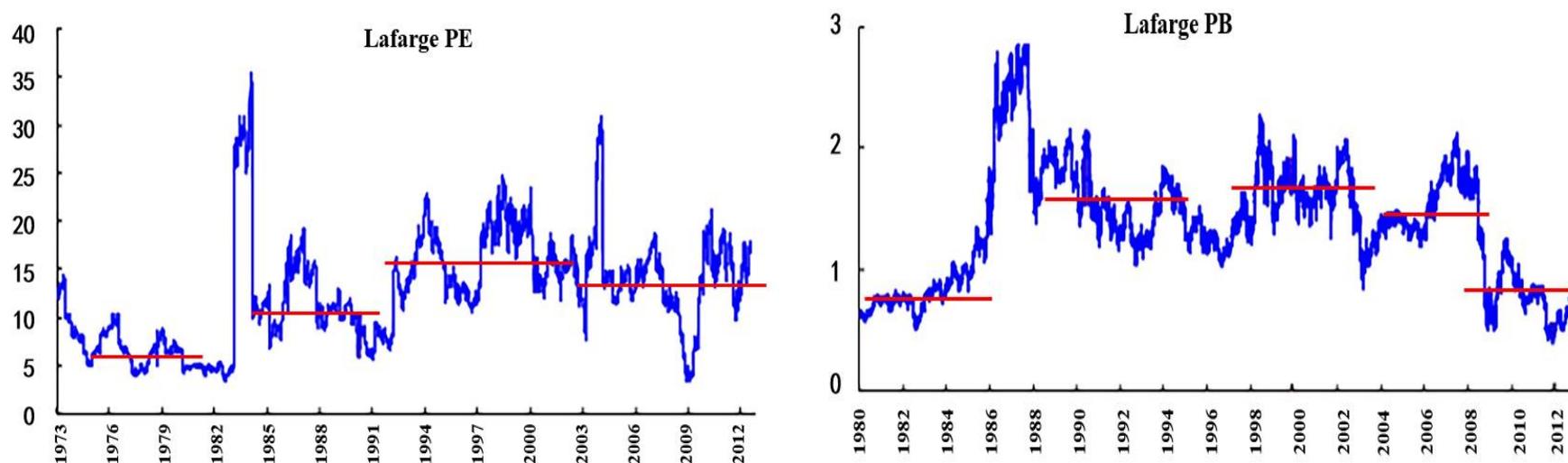
4.4.3 公司股价及估值水平变化情况

1980 到 2008 年拉法基入从 14 亿欧增长到最高 193 欧元，增长约 14 倍；市值从 1973 年的 1.4 亿上涨 140 倍到最高 214 亿欧元。分阶段来看，市值在跨区域整合的初期和中期增长最快，也是产能和市占率增长最快的阶段，分别对应 1980-1990 年在欧美的整合和 1990-2002 年在亚洲及拉美的快速渗透；而 2002 年后拉法基要产能区域行业格局基本确定，在估值中成长性占比下降，周期性逐步成为主导，这点直接反映到公司的 PE、PB 水平变化上。

1980 年之前，开始全球并购扩张之前公司市场主要在欧洲和非洲北部，1970 年左右欧洲地区需求达到峰值，市场整合基本完成，拉法基占率较高，估值中枢在 PE 6-8x、PB 小于 1.0x；1980-1990 年占据加拿大、美国等北美市场，估值中枢至 12x PE、1.5x PB；1990-2000 年加快全球布局（中东、东欧、亚洲和南美），成长性进一步凸显，估值中枢提升 PE 16x、PB 1.5x 左右；而 2010 年之后估值水平整体处于下降趋势，但由于盈利状况不佳 PE 维持在相对较高水平，而 PB 回落至 1x 左右；

2020 年收到疫情冲击，估值回落至 0.8x PB，近期有所恢复。

图 55: 拉法基 PE (左) /PB (右) 估值水平变化情况



数据来源: 汤森路透, 信达证券研发中心

4.4.4 与海螺水泥相应阶段估值水平对比

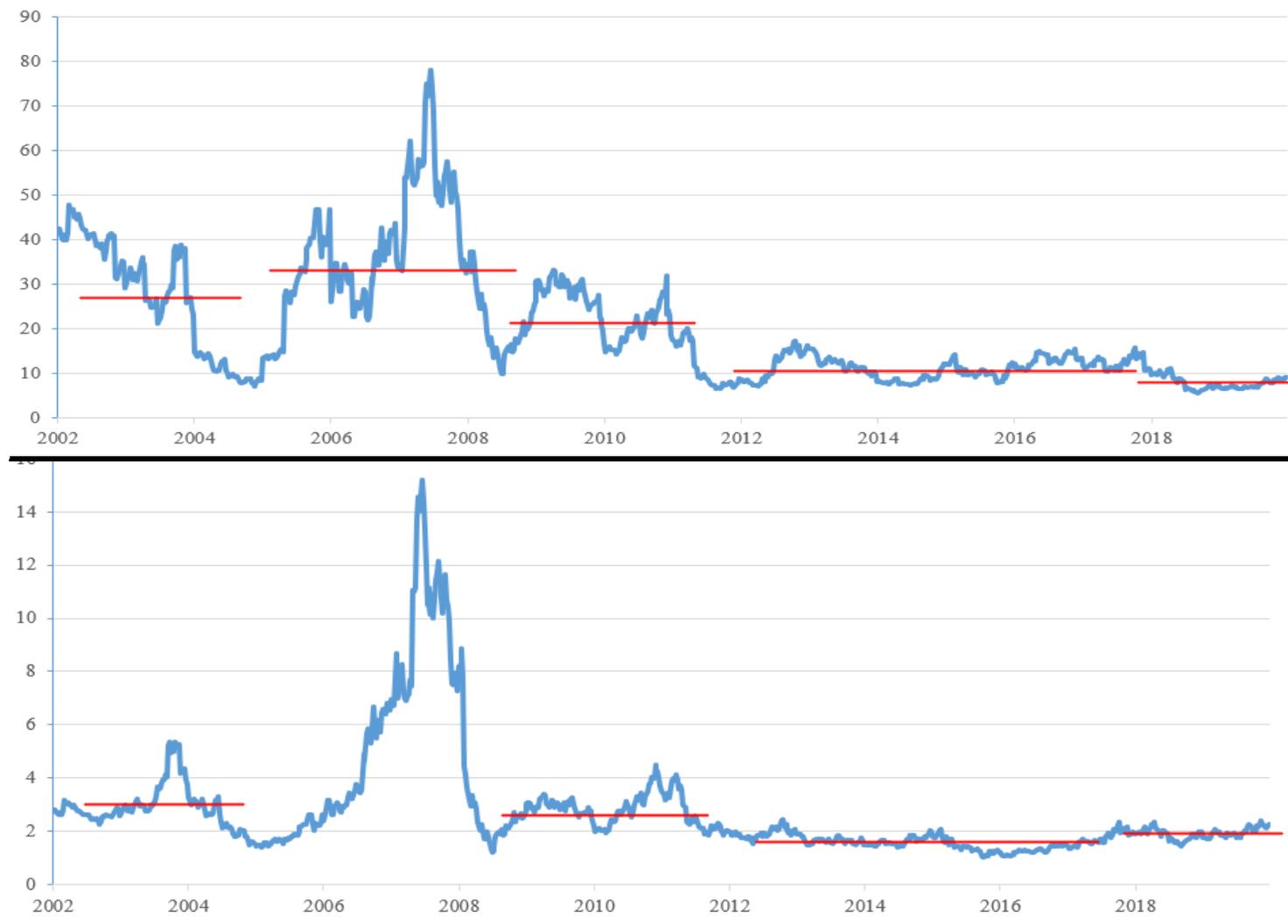
海螺水泥主要依靠自建扩充产能，产能扩张速度大幅高于海外龙头企业。可以将海螺进军不同地区或省份与拉法基进军不同国家地区对比，估值水平演变过程有较大相同之处。2005 年之前，海螺在产能快速扩张中早期，市占率在 2-4% 之间（对应拉法基国际化拓展初期），估值中枢在 25x PE 和 3.0x PB。2002-2008 年国内水泥行业增速较高，公司产能增速维持在 30% 以上，成长性较好，估值中枢在 PE 20x、PB 3x。而后除 07 年大牛市外估值处于下降过程，PE 从 25x 逐步下降到 2009-2011 年的 15-20x PE，再到 2012-2016 年 10x PE，而 2017 年至今随盈利大幅提升，PE 下降到 8x 左右，其中 2018 年静态 PE 仅 5.8 倍。

PB 方面略则有不同，2017 年至今 PB 较 2012-2016 年有所提升，从 1.4-1.7x PB 提升至 2.0x PB 中枢，高盈利带动资产负债表优化，ROE 水平提升到 25% 水平，但由于 2018 年之前分红比例不高，杠杆率快速下降，ROE 水平存在一定压力，但也表明存在较大的分红潜力。

公司的估值水平除与自身成长能力相关外，与受到行业竞争格局较大影响。海螺在 2009 年之前的整体估值水平在 15x PE、

2.0x PB，该阶段为公司产能扩苏扩张阶段，对应拉法基 1980-2000 年快速外延并购阶段；2009 年之后行业竞争恶化，即使产能仍在快速增长（2009-2016 年每年新增产能在 2200-3700 万吨）估值水平仍继续下行，对应拉法基 2002--2008 年之后完成亚洲产能布局之后，利润率水平稳步提升，但估值水平逐步下移。

图 56：海螺水泥 PE（上）、PB（下）演变情况



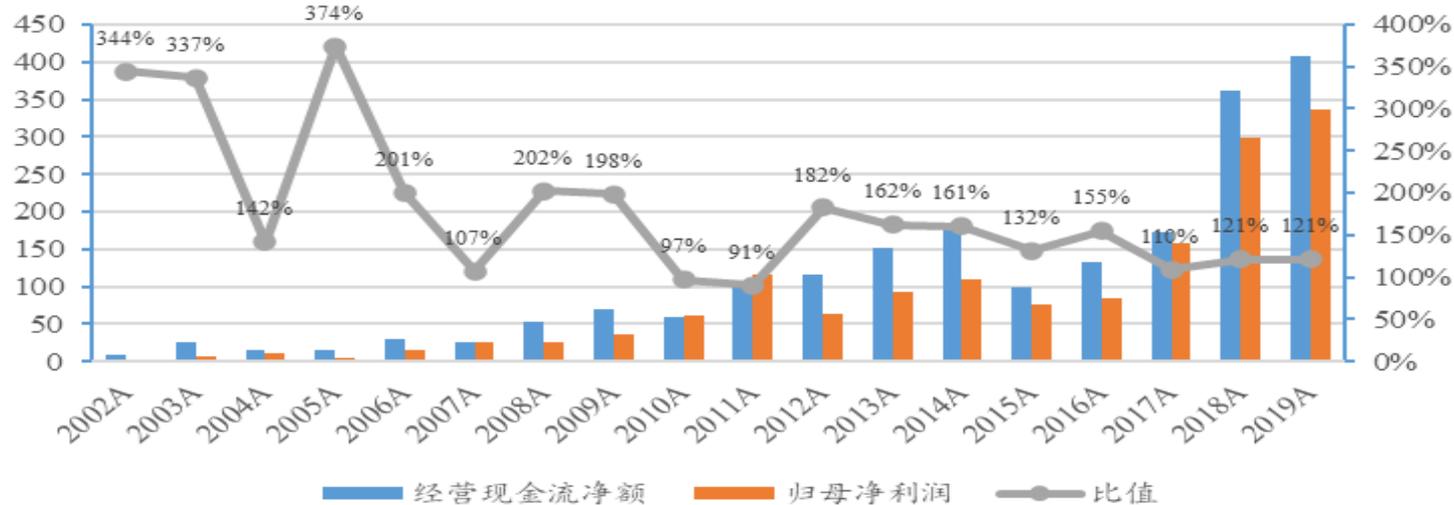
数据来源：万得，信达证券研发中心

4.5 海螺水泥财务数据

2016 年至今良好的利润和现金流使公司资产负债表的极大修复，资产负债率值下降到 20% 的水平；同时公司分红相对不高，致使净资产累计，在净利润难以继续大幅增长的情况下 ROE 水平提升有一定压力。上市以来公司矿山资源优势、销售成本优势提供优异现金流，支撑公司资本开支。可以看到在整个产能扩张阶段主要依靠经营净现金流支撑，股权融资和债券融资数额均较少。公司对下游商混、渠道市场议价能力较强也能在现金流中反应。

资产负债率方面，上市之初产能快速扩张致使资产负债率快速上升，2007-2008 年的股权融资 156 亿元使资产负债率从 60% 以上降至 40%，2011—2013 年发行公司债并购产能使资产负债率有所上升，而后随着资本开支减少、利润增长，负债率快速下降 20%，大幅优于行业其他公司和绝大部分其他周期性行业龙头公司。公司良好资产负债表和储备的大量现金赋予公司较强风险抵御能力，并能在新增产能受禁的情况下借机并购拓展产能、进入其他行业。根据我们预测，到 2020 年底公司现金和理财产品总额将达到 900 亿元。

图 57：海螺水泥净利润与经营性净现金流（亿元）

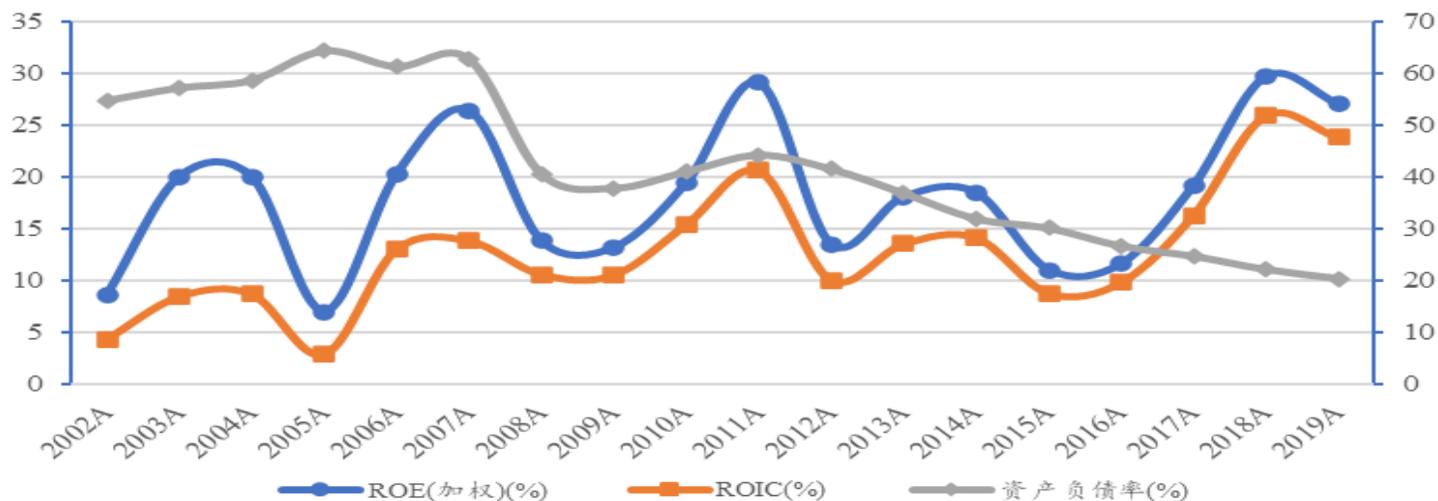


数据来源：万得，信达证券研发中心

而 ROE 和 ROIC 受到资产负债率不同影响，ROE 与 ROIC 差距逐步收窄，且 2019 年均出现下降，主要受到杠杆率较低的影响。对于周期性行业而言，在周期上行加杠杆扩产能是通常的趋势，下行周期缩减开支降杠杆，公司在 2016 年之前符合此趋势。2016 年之后严禁新增产能、并购成本较高，致使连续去杠杆，给未来 ROE 和 ROIC 进一步提升带来压力。公司可以通过加大分红比例降低净资产累积速率提升 ROE 水平，实现公司和投资者双赢。海外龙头公司的杠杆率一般维持在相对较高的

水平，一方面欧美债权融资成本较低，另一方面公司需要维持相对较高的 ROE 水平，拉法基、Holcim 在合并前后均维持 50% 以上的资产负债率，既能抵御经济周期博股东，又能在景气度向上周期以低于 10% 的净利率实现超过 20% 的 ROE。

图 58: ROE、ROIC 和资产负债率水平 (%)



数据来源: 万得, 信达证券研发中心

4.6 关于海螺水泥多元化探索的思考

通过对比海外龙头公司发展历程，在水泥产业链乃至建筑产业链多元化发展的效果均不尽人意。公司从 2016 年开始寻找水泥行业之外的营收和利润贡献点，海外龙头公司骨料和混凝土业务占比能够超过总营收的 30%，海螺水泥现有占比仍有较大提升空间。根据公司规划，未来可能发展装配式建筑业务等，后续观察具体拓展情况。

周期性行业龙头拓展能够抵御周期的业务相对而言较为困难，国内其他周期性行业龙头公司也在做积极探讨，华东地区 A 钢铁集团、B 集团和 C 集团将方向放在软件和数据中心 (IDC) 方向，A 集团旗下软件子公司成长为华东地区 IDC 行业龙头；而 B 集团通过入股和并购国内公司进入 IDC 行业，C 集团 2019 年收购欧洲最大的数据中心运营商进入 IDC 行业 (B 和 C 集团有部分有实控人子女接班方面的因素)。煤炭行业龙头 D 煤业从 2018 年持续加码新能源领域布局，连续大幅增持光伏行业单晶硅及光伏组件龙头 E 和全球锂资源龙头 F，同时拓展光伏和锂电池两条新能源赛道，至今均有不错效果。

海螺水泥为国有企业体制，安徽省是我国中东部地区科技创新中心，科技企业创新能力位居全国前列，半导体、光电子、通信行业具有较大的企业布局，海螺水泥可以利用自身强大的现金储备在这些新兴赛道领域选择确定性较强的方向加大布局，或能有不错收获。

表 13. 周期龙头在新业务方面拓展

| 公司 | 拓展业务 | 对应子公司 |
|------|---------|-----------------------------------|
| A 集团 | 软件、IDC | 软件子公司 |
| B 集团 | IDC、半导体 | 杭州 xx 云计算数据中心有限公司 浙江 xx 集成电路产业 |
| C 集团 | IDC | 欧洲最大 IDC 运营公司 |
| D 煤业 | 新能源 | 光伏单晶硅龙头、锂资源龙头 |

数据来源：达证券研发中心

估值水平仍有提升空间

5.1 对比水泥行业估值情况

2010 年以来国内水泥产量占据全球产量 50% 左右，国内水泥上市公司较多，从 PE 估值来看，国内水泥上市公司差距不大，17 年之后基本维持在 PE 8-10x 左右，无法区分对比各公司之间的差异。而 PB-ROE 数据差异相对较大，能够较高反映各公司之间的区别；表现为较高 ROE 水平支撑较高的 PB 水平。2016 年之后海螺水泥随盈利水平持续维持高位，ROE 水平快速提升，PB 在 2018-2019 年也显著提升，从 1.3 左右提升至 2.0 中枢；但随净资产的累计、分红率相对不高，ROE 继续提升面临一定压力。2019 年公司 27% 的 ROE 位于行业中上水平，而 ROE 水平在 30% 以上的几家公司相应 PB 更高。

表 14. 国内水泥公司估值情况对比（亿元）

| 代码 | 公司简称 | 2019 年营收 | 2019 年净利润 | 市值 | 静态 PE | 动态 PE | 2019 年 PB | 2019 年 ROE |
|-----------|------|----------|-----------|----------|-------|-------|-----------|------------|
| 600585.SH | 海螺水泥 | 1,570.3 | 335.93 | 3,196.28 | 8.64 | 9.16 | 2.08 | 27.03 |
| 000672.SZ | 上峰水泥 | 74.12 | 23.31 | 225.45 | 6.38 | 8.42 | 2.74 | 53.27 |
| 600802.SH | 福建水泥 | 30.44 | 4.67 | 50.60 | 7.23 | 9.35 | 2.42 | 40.39 |
| 002233.SZ | 塔牌集团 | 68.91 | 17.33 | 167.99 | 8.67 | 9.85 | 1.54 | 18.42 |
| 600801.SH | 华新水泥 | 314.39 | 63.42 | 480.18 | 8.7 | 8.8 | 2.6 | 33.63 |
| 000401.SZ | 冀东水泥 | 345.07 | 27.01 | 292.82 | 8.49 | 10.96 | 1.49 | 16.50 |
| 000789.SZ | 万年青 | 113.90 | 13.69 | 124.39 | 7.11 | 7.65 | 1.92 | 29.99 |
| 600720.SH | 祁连山 | 69.31 | 12.34 | 136.55 | 7.89 | 9.59 | 1.43 | 19.71 |
| 000877.SZ | 天山股份 | 96.88 | 16.36 | 139.69 | 7.60 | 7.28 | 1.29 | 18.19 |
| 600449.SH | 宁夏建材 | 47.90 | 7.69 | 74.79 | 6.94 | 8.56 | 0.96 | 14.74 |

数据来源：万得，信达证券研发中心。（股价为 2020 年 5 月 11 日收盘价）

5.2 与海外水泥龙头公司横向对比

上面简略将海螺水泥和拉法基历史 PE、PB 数据进行对比，由于欧美、日本等地区水泥市场在成熟、衰退市场，与国内供给得到严苛限制情况下高盈利市场有所差异。

由于海外龙头公司在 2009 年经济危机之后整体盈利水平不佳，PE 水平相对较高，PB 更具代表性，因此主要比较各公司 PB-ROE 水平。海外龙头公司 PB 估值水平相对较低，近 10 年来在 1.0-1.3x 中枢水平。2020 年疫情冲击欧美经济，对建材行业影响极大，PB 多跌到 0.8x 以下，拉法基豪瑞、海德堡、西麦斯水泥分别跌至 0.8x、0.5x 和 0.3x PB 水平。

表 15: 海外龙头公司盈利较差、ROE 和 PB 均较低 (亿元, %)

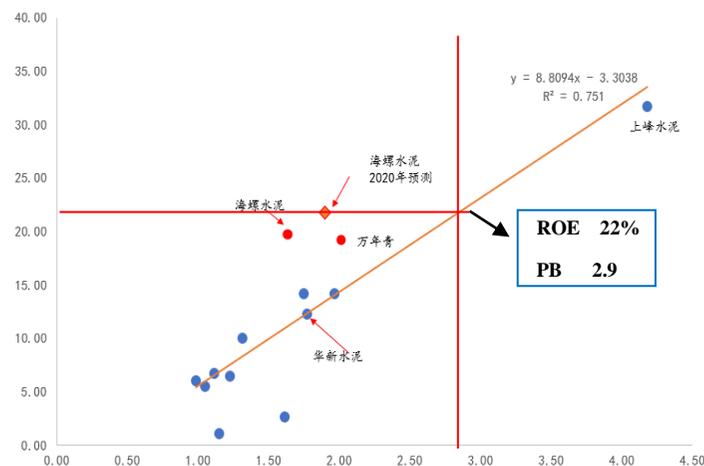
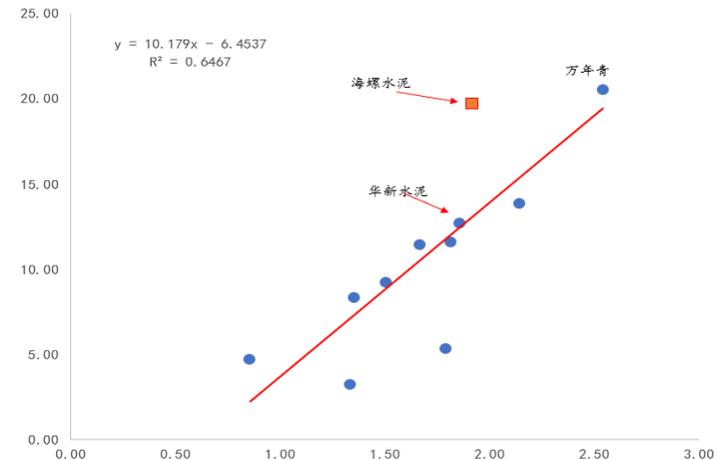
| 国家地区 | 公司 | 18 年营收 | 18 年净利 | 市值 | P/E | P/B | ROE (2018 年) |
|-------|-------|--------|--------|-------|-------|------|--------------|
| 中国 | 海螺水泥 | 1,284 | 298.6 | 3,015 | 8.82 | 2.11 | 26.46 |
| 法国-瑞士 | 拉法基豪瑞 | 1,909 | 104.4 | 1,640 | 22.02 | 1.12 | 5.49 |
| 德国 | 海德堡 | 1,424 | 89.7 | 605 | 11.31 | 0.84 | 7.62 |
| 墨西哥 | 西麦斯 | 965 | 36.5 | 204 | 10.62 | 0.80 | 5.69 |
| 日本 | 太平洋水泥 | 558 | 26.4 | 170 | 9.41 | 0.99 | 10.73 |

数据来源: 万得, 信达证券研发中心

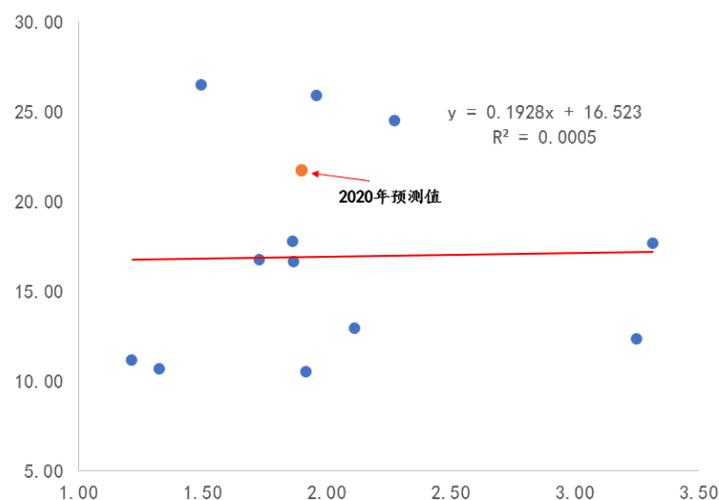
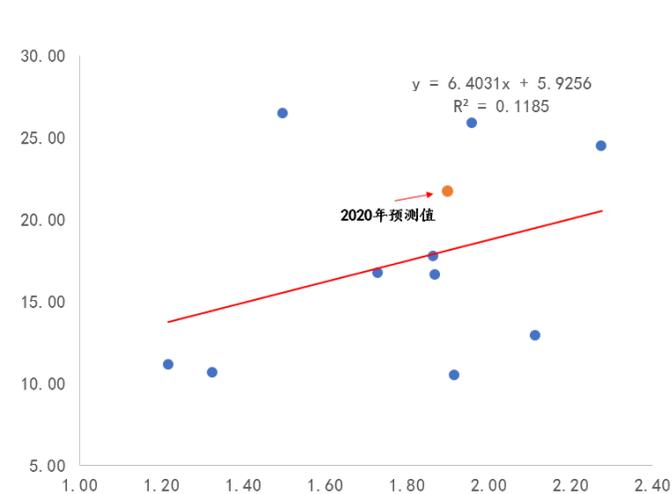
同时对各公司 5 年和 10 年的 PB-ROE 情况进行对比，从图中可以看到国内水泥公司盈利水平较好、PB 估值较高，处于右上角；海外龙头公司处于左下角；海螺水泥过去 5 年和 10 年的 ROE 平均值均为 19.7%，分别仅低于上峰水泥（31%）和万年青（20.5%），较高的 ROE 水平支撑下公司应享有更高的 PB 水平；海螺水泥的数据点 5 年和 10 年均处于均线的上方，存在一定低估。同时按照我们预测，2020 年公司加权 ROE 水平将达到 23% 左右，对应 PB 水平应在 3.0x 左右，存在较大程度低估，同时考虑公司历来在 PB-ROE 估值体系中有所低估，公司估值水平应修复到平均水平。

5.3 海螺水泥自身历史估值水平

公司 PE、PB 水平已在上面介绍，我们进一步对比公司自身在 PB-ROE 估值中的变化情况。从图中可以看出，公司自身 PB-ROE 整体变化较大，数据点较为分散，但 2019 年估值水平及 2020 年预测值均处于历史平均水平，且位于均线上方一定距离。公司随处于上升周期以超过 3 年，但整体而言，公司估值水平仍有所低估，并未出现高估的情况。同时发现 2009 和 2010 年的数据与其他点距离较远，删除后数据点有所集中，拟合度有所提升。继续考虑水泥行业发展阶段，应选择 2016 年至今水平，2016 年至今公司 PB 水平处于提升过程，2018 年公司股价受到系统风险影响，在净利润仍快速增长的情况下，股价基本维持稳定，净资产大幅增长压低 PB 水平，2019 年完成修复。

图 59: 过去 5 年 PB-ROE 分布

图 60: 过去 10 年 PB-ROE 分布


数据来源: 万得, 信达证券研发中心 (注:10 年图中删除上峰水泥, 其 2013 年借壳上市且数据作为异常值处理)

图 61: 2008 年以来公司 PB-ROE 情况

图 62: 删除 2009-2010 年数据点后情况


数据来源: 万得, 信达证券研发中心 (注:10 年图中删除上峰水泥, 其 2013 年借壳上市且数据作为异常值处理)

盈利预测及投资建议

关键假设:

1) 2020-22 年自产水泥熟料销售分别同比增长 5%、3% 和 2% 达到 33,939、34,957、35656.5 万吨; 均价分别为 326.2、326.2、322.0 元/吨, 同比下降 10 元、0 元和 4 元; 煤炭价格及原材料价格带动成本下降 7.1 元、2.6 元和 0.5 元/吨, 降至 171.4、168.7 和 168.3 元/吨。

2) 费用率方面伴随贸易业务增长以及现金积累有所下降, 三费率分别为 6.68%、6.36% 和 6.11%, 所得税率维持在 22.8%--22.9% 的水平。

3) 预计 2020-22 年的分红率分别为 35%、35% 和 40%。

表 16. 公司水泥熟料销量及价格成本假设

| | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 水泥熟料销售量/万吨 | 25600 | 27688 | 29511 | 29757 | 32323 | 33939 | 34957 | 35657 |
| 销售均价/(元/吨) | 193 | 197 | 247 | 328 | 336 | 326 | 326 | 322 |
| 销售成本/(元/吨) | 139 | 132 | 160 | 173 | 178 | 171 | 169 | 168 |
| 水泥熟料毛利率 | 28.0% | 32.8% | 35.3% | 47.3% | 46.9% | 47.5% | 48.3% | 47.7% |

数据来源: 万得, 信达证券研发中心

盈利预测情况:

根据上述价格, 2020-202 年公司营收分别为 1678 亿、1783 亿和 1867 亿元, 实现归母净利润为 352 亿、375.5 亿和 379.3 亿元, 对应 EPS 为 6.64、7.09 和 7.16 元; ROE 和 ROIC 均有所降低, 分别为 21.73%、20.25%、18.37% 和 19.98%、18.72%、17.00%, 若分红率超预期则 ROE 与 ROIC 将有所提升。

投资建议:

最新股价对应 20-22 年的 PB 为 2.0x、1.8x、和 1.66x, 根据行业 (图 59) 和 (图 60) 的 5 年和 10 年平均 PB-ROE 关系计算, 海螺水泥 2020 年预期 23% 的 RE (加权) 对应的 PB 在 2.9-3.1 左右; 考虑公司 PB 水平较低行业平均, 我们认为给予公司 2020 年 2.5x PB 较为合理, 对应市值空间在 4050 亿元, 对应股价为在 78 元/股, 给予公司 “买入” 评级。

表 17. 重要财务数据 (亿元)

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 753 | 1284 | 1570 | 1678 | 1783 | 1867 |
| YOY | 34.65% | 70.50% | 22.30% | 6.88% | 6.26% | 4.66% |
| 净利润 | 158.5 | 302.3 | 335.9 | 352.0 | 375.5 | 379.3 |
| YOY | 70.74% | 90.69% | 11.11% | 4.79% | 6.67% | 1.02% |
| 整体毛利率 | 35.09% | 36.74% | 33.29% | 32.29% | 31.99% | 30.70% |
| 归母净利率 | 21.05% | 23.55% | 21.39% | 20.97% | 21.05% | 20.32% |
| 分红率 | 40.11% | 30.04% | 31.55% | 40.00% | 45.00% | 50.00% |
| 净资产 | 894 | 1127 | 1374 | 1620 | 1854 | 2065 |
| PE | 12.56 | 5.80 | 8.82 | 9.3 | 8.7 | 8.7 |
| PB | 1.74 | 1.38 | 2.11 | 2.07 | 1.83 | 1.66 |
| ROE | 19.12% | 29.51% | 26.87% | 23.80% | 22.24% | 20.11% |
| ROIC | 16.28% | 25.95% | 23.85% | 19.98% | 18.72% | 17.00% |
| EPS | 2.99 | 5.63 | 6.34 | 6.64 | 7.09 | 7.16 |

数据来源: 万得, 信达证券研发中心 (股价为 2020 年 5 月 11 日收盘价)

风险分析

逆周期调控政策不及预期, 水泥产能限制政策不及预期, 地产投资出现大幅下滑, 疫情出现反复等。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 流动资产 | 72,052.96 | 93,759.02 | 138,555.31 | 185,412.50 | 230,508.03 |
| 货币资金 | 37,619.11 | 54,977.08 | 98,408.01 | 144,017.58 | 187,965.51 |
| 应收票据 | 13,134.24 | 8,375.40 | 8,951.91 | 9,512.01 | 9,955.54 |
| 应收账款 | 1,232.64 | 1,273.62 | 1,361.29 | 1,446.46 | 1,513.91 |
| 预付账款 | 2,108.93 | 2,692.42 | 2,920.86 | 3,117.11 | 3,324.53 |
| 存货 | 6,022.72 | 5,571.52 | 6,044.26 | 6,450.35 | 6,879.57 |
| 其他 | 11,935.33 | 20,868.98 | 20,868.98 | 20,868.98 | 20,868.98 |
| 非流动资产 | 77,494.39 | 84,525.20 | 72,791.00 | 65,455.11 | 59,971.48 |
| 长期股权投资 | 3,181.99 | 3,820.61 | 3,820.61 | 3,820.61 | 3,820.61 |
| 固定资产(合计) | 60,320.46 | 58,858.42 | 52,485.01 | 45,870.81 | 40,062.95 |
| 无形资产 | 8,371.84 | 9,978.71 | 7,794.36 | 7,421.75 | 7,049.15 |
| 其他 | 5,620.10 | 11,867.46 | 8,691.02 | 8,341.93 | 9,038.77 |
| 资产总计 | 149,547.35 | 178,284.22 | 211,346.31 | 250,867.60 | 290,479.51 |
| 流动负债 | 26,151.96 | 27,421.19 | 28,902.35 | 29,983.01 | 30,800.69 |
| 短期借款 | 1,376.93 | 2,941.70 | 3,341.70 | 3,441.70 | 3,341.70 |
| 应付票据 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 6,395.73 | 7,303.65 | 7,923.35 | 8,455.69 | 9,018.35 |
| 其他 | 18,379.30 | 17,175.85 | 17,637.30 | 18,085.62 | 18,440.64 |
| 非流动负债 | 6,977.52 | 8,542.58 | 8,992.61 | 9,193.61 | 9,395.11 |
| 长期借款 | 2,606.58 | 3,871.29 | 3,862.49 | 4,062.49 | 4,262.49 |
| 其他 | 4,370.94 | 4,671.29 | 5,130.12 | 5,131.12 | 5,132.62 |
| 负债合计 | 33,129.48 | 35,963.77 | 37,894.96 | 39,176.62 | 40,195.80 |
| 少数股东权益 | 3,728.96 | 4,958.77 | 5,754.47 | 6,603.05 | 7,460.32 |
| 归属母公司股东权益 | 112,688.92 | 137,361.68 | 172,567.21 | 210,112.36 | 248,041.62 |
| 负债和股东权益 | 149,547.35 | 178,284.22 | 211,346.31 | 250,867.60 | 290,479.51 |

重要财务指标

单位: 百万元

| 主要财务指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 128,402.63 | 157,030.33 | 167,839.23 | 178,340.65 | 186,656.34 |
| 同比(%) | 70.50% | 22.30% | 6.88% | 6.26% | 4.66% |
| 归属母公司净利润 | 29,814.28 | 33,592.76 | 35,200.20 | 37,548.84 | 37,932.62 |
| 同比(%) | 88.05% | 12.67% | 4.79% | 6.67% | 1.02% |
| 毛利率(%) | 36.74% | 33.29% | 32.29% | 31.99% | 30.70% |
| ROE(%) | 29.51% | 26.87% | 23.80% | 22.24% | 20.11% |
| EPS(摊薄)(元) | 5.63 | 6.34 | 6.64 | 7.09 | 7.16 |
| P/E | 11 | 10 | 9.3 | 8.7 | 8.7 |
| P/B | 2.91 | 2.39 | 2.07 | 1.83 | 1.66 |
| EV/EBITDA | 7.68 | 7.77 | 6.42 | 6.04 | 5.98 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 128,402.63 | 157,030.33 | 167,839.23 | 178,340.65 | 186,656.34 |
| 营业成本 | 81,230.03 | 104,760.09 | 113,648.85 | 121,284.53 | 129,355.05 |
| 营业税金及附加 | 1,457.67 | 1,403.05 | 1,499.63 | 1,593.45 | 1,667.75 |
| 销售费用 | 3,733.29 | 4,416.57 | 4,363.82 | 4,458.52 | 4,479.75 |
| 管理费用 | 3,752.17 | 4,741.15 | 5,067.50 | 5,384.57 | 5,635.64 |
| 研发费用 | 70.97 | 187.20 | 200.08 | 212.60 | 222.52 |
| 财务费用 | -474.09 | -1,338.17 | -1,092.19 | -1,831.87 | -2,449.10 |
| 减值损失合计 | 209.42 | -1,170.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 658.49 | 1,209.08 | 853.62 | 853.62 | 853.62 |
| 其他 | 800.71 | -1,182.64 | 870.48 | 870.48 | 870.48 |
| 营业利润 | 39,882.36 | 44,057.34 | 45,875.64 | 48,962.96 | 49,468.84 |
| 营业外收支 | -253.16 | 499.51 | 820.36 | 836.27 | 839.87 |
| 利润总额 | 39,629.20 | 44,556.85 | 46,696.00 | 49,799.23 | 50,308.71 |
| 所得税 | 8,993.18 | 10,204.84 | 10,694.77 | 11,405.50 | 11,522.19 |
| 净利润 | 30,636.01 | 34,352.01 | 36,001.23 | 38,393.73 | 38,786.52 |
| 少数股东损益 | 821.73 | 759.25 | 795.70 | 848.58 | 857.26 |
| 归属母公司净利润 | 29,814.28 | 33,592.76 | 35,205.53 | 37,545.15 | 37,929.26 |
| EBITDA | 44,076.31 | 43,790.55 | 52,929.84 | 56,081.52 | 56,477.02 |
| EPS(当年)(元) | 5.63 | 6.34 | 6.64 | 7.08 | 7.16 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动现金流 | 36,058.97 | 40,738.20 | 41,168.19 | 43,610.49 | 43,922.71 |
| 净利润 | 30,636.01 | 34,352.01 | 36,001.23 | 38,393.73 | 38,786.52 |
| 折旧摊销 | 4,953.41 | 339.34 | 5,636.59 | 5,572.67 | 5,519.74 |
| 财务费用 | -506.30 | -1,105.63 | 597.24 | 709.62 | 648.57 |
| 投资损失 | -634.79 | -1,185.29 | -853.62 | -853.62 | -853.62 |
| 营运资金变动 | 1,523.68 | 2,311.89 | -284.20 | -266.95 | -229.94 |
| 其它 | 86.95 | 6,025.89 | 70.95 | 55.04 | 51.44 |
| 投资活动现金流 | -25,669.70 | -20,688.85 | 2,868.08 | 2,561.81 | 766.07 |
| 资本支出 | -4,698.30 | -8,650.86 | 2,014.46 | 1,708.18 | -87.55 |
| 长期投资 | 26,612.57 | 57,918.85 | 853.62 | 853.62 | 853.62 |
| 其他 | -47,583.96 | -69,956.84 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -10,980.00 | -7,911.90 | -811.03 | -661.86 | -911.03 |
| 吸收投资 | 181.90 | 758.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | -3,842.88 | 1,032.11 | 391.90 | 301.00 | 101.50 |
| 支付利息或股息 | 7,283.97 | 9,674.86 | 802.93 | 808.76 | 818.74 |
| 现金净增加额 | -571.26 | 12,156.47 | 43,430.93 | 45,609.57 | 43,947.93 |

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色金属行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|-------------|-------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张 华 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 唐 蕾 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 张思莹 | 13052269623 | zhangsiying@cindasc.com |
| 华东 | 吴 国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。