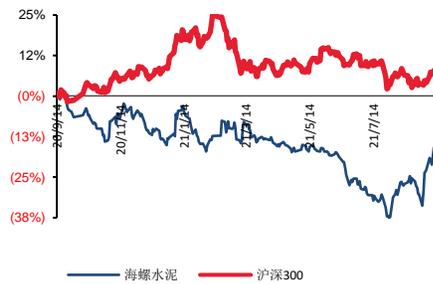


材料 材料 II

## 政策预期升温，价值有望重估

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 5,299/5,299  
 总市值/流通(百万元) 251,611/251,611  
 12个月最高/最低(元) 60.03/35.30

### 相关研究报告:

证券分析师: 丁士涛

电话: 010-88320591

E-MAIL: dingst@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080001

## 报告摘要

- **产能位居行业第二，盈利能力稳居首位。**公司为中国第二大水泥企业，水泥产能 3.72 亿吨、熟料产能 2.64 亿吨，产能以长三角和珠三角为主。2020 年公司水泥和熟料销量 4.53 亿吨，市占率 19.06%，生产成本和费用率为可比公司中最低，并享有“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美称。
- **供给端严格管控，水泥价格新高可期。**在能耗双控、地方限电、错峰生产政策的带动下，供给端的持续收紧将对水泥价格走势起到关键作用。未来借助于供给的严格管控及成本端大幅上涨，我们预计 2021 年四季度水泥价格有望突破 2019 年同期高点。
- **T 战略构建核心竞争力，贸易提升价格管控制力。**借助长江运输优势，公司在资源地生产熟料，在需求地并购粉磨站销售水泥，实现低成本辐射消费市场。为了提高价格掌控力，公司通过贸易业务收购原材料并不断提高盈利能力，在供给侧改革背景下市占率持续提升。
- **一带一路走向海外，资源稀缺性被低估。**公司负债率低，现金流充裕，通过在国内发展纵向一体化项目，在国外发展水泥业务提升长期成长空间。公司通过技术进步及能源结构调整，减少政策对产量和成本的影响。随着新建产能难度增大，现有产能资源属性凸显，公司估值低于同属于产能过剩的玻璃、铝等行业，价值有望重估。
- **投资建议与估值：**预计公司 2021-2023 年 EPS 6.33/6.63/6.97 元，对应 PE 7.5/7.2/6.8 倍。由于公司是 A 股建材核心资产，理应享受估值溢价，以公司 2017 年以来 PE 中枢 9.5 倍为基础，给予公司目标价 62.99 元，维持“买入”评级。
- **风险因素：**宏观经济下行；价格上涨不及预期；环保、安全等不确定因素；疫情反复；汇率波动。
- **盈利预测和财务指标：**

|           | 2020A      | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 176,242.68 | 192,212.58 | 199,815.47 | 208,018.70 |
| (+/-%)    | 12%        | 9%         | 4%         | 4%         |
| 净利润(百万元)  | 35,129.69  | 33,547.74  | 35,142.02  | 36,921.78  |
| (+/-%)    | 5%         | -5%        | 5%         | 5%         |
| 摊薄每股收益(元) | 6.63       | 6.33       | 6.63       | 6.97       |
| 市盈率(PE)   | 7.79       | 7.50       | 7.16       | 6.81       |

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、 中国最具竞争力的水泥企业 .....      | 4  |
| (一) 公司为中国第二大水泥企业 .....     | 4  |
| (二) 成本和费用控制能力突出 .....      | 5  |
| (三) 中东部是主要的收入和利润来源 .....   | 7  |
| 二、 供给端严格管控，水泥价格有望新高 .....  | 8  |
| (一) 供给端严格管控 .....          | 8  |
| (二) 基建投资预期升温 .....         | 11 |
| (三) 水泥价格有望创新高 .....        | 13 |
| 三、 竞争优势突出，区域旺季到来 .....     | 14 |
| (一) “T 战略”将资源与市场结合 .....   | 14 |
| (二) “贸易战略”提升区域价格掌控力 .....  | 14 |
| (三) 下游市场卡位中国经济发达地区 .....   | 15 |
| (四) 一带一路和一体化打开长期成长空间 ..... | 16 |
| (五) 技术和环保优势对产量形成保护 .....   | 17 |
| (六) 政策预期升温，资源稀缺性凸显 .....   | 18 |
| 四、 盈利预测及估值 .....           | 19 |
| (一) 基本假设 .....             | 19 |
| (二) 估值及投资建议 .....          | 19 |
| 五、 风险提示 .....              | 20 |

## 图表目录

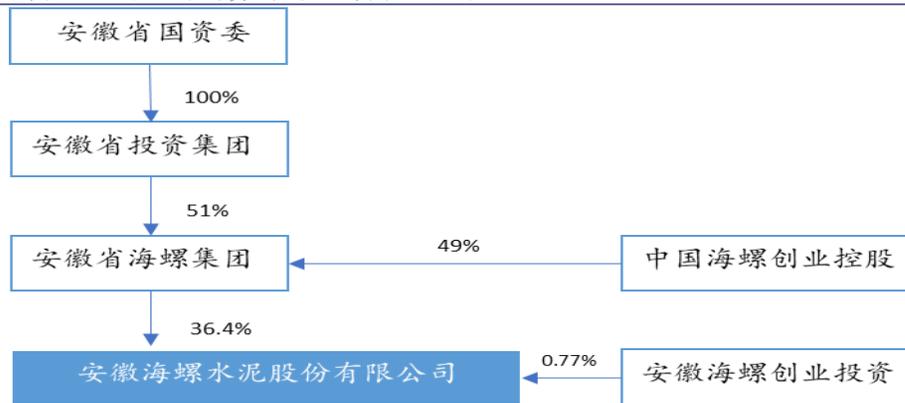
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 安徽省国资委是公司实际控制人 .....        | 4  |
| 图表 2: 公司为中国第二大水泥企业 .....          | 5  |
| 图表 3: 17 年起公司收入增速加快 .....         | 5  |
| 图表 4: 水泥是公司主要的利润来源 .....          | 5  |
| 图表 5: 贸易是公司收入增长的推手 .....          | 6  |
| 图表 6: 价格是公司利润增长的推手 .....          | 6  |
| 图表 7: 20 年公司水泥销量最高 .....          | 6  |
| 图表 8: 19 年公司水泥单价最高 .....          | 6  |
| 图表 9: 公司生产成本为可比公司最低 .....         | 7  |
| 图表 10: 公司费用率为可比公司最低 .....         | 7  |
| 图表 11: 中东部是公司主要收入来源 .....         | 7  |
| 图表 12: 中东部是公司主要利润来源 .....         | 7  |
| 图表 13: 全国水泥需求在 14 年见顶 .....       | 8  |
| 图表 14: 17-18 年水泥价格大幅上涨 .....      | 8  |
| 图表 15: 18 年起中国进口水泥熟料大幅增长 .....    | 9  |
| 图表 16: 18 年起中国进口水泥大幅增长 .....      | 9  |
| 图表 17: 中国从越南进口货物通关时间延长 .....      | 10 |
| 图表 18: 21 年 5 月起水泥熟料进口量下滑 .....   | 11 |
| 图表 19: 21 年 6 月起水泥进口量下滑 .....     | 11 |
| 图表 20: 水泥需求与地产和基建关联度高 .....       | 11 |
| 图表 21: 7 月中国建筑房屋订单下滑 .....        | 12 |
| 图表 22: 7 月中国建筑基建订单下滑 .....        | 12 |
| 图表 23: 21 年以来 PMI 持续回落 .....      | 12 |
| 图表 24: 21 年地方债发行额度低于 20 年 .....   | 12 |
| 图表 25: 21 年 5 月以来土地购置面积同比下滑 ..... | 13 |
| 图表 26: 21 年 7 月新开工面积由正转负 .....    | 13 |
| 图表 27: 21 年水泥价格为历年最高 .....        | 13 |
| 图表 28: 煤炭价格上涨拖累企业利润 .....         | 13 |
| 图表 29: T 战略将资源与市场结合 .....         | 14 |
| 图表 30: 公司仓储运费占比低 .....            | 14 |
| 图表 31: 公司水泥市占率持续提升 .....          | 15 |
| 图表 32: 公司水泥产能不断增加 .....           | 15 |
| 图表 33: 公司在中东部地区市占率高 .....         | 16 |
| 图表 34: 华东和中南价格领先其他地区 .....        | 16 |
| 图表 35: 公司海外投产产能位列中资企业首位 .....     | 16 |
| 图表 36: 公司海外在建产能位列首位 .....         | 16 |
| 图表 37: 公司骨料业务毛利率高 .....           | 17 |
| 图表 38: 公司骨料产能逐步增长 .....           | 17 |
| 图表 39: 公司研发投入金额最高 .....           | 18 |
| 图表 40: 公司研发费用占比略低 .....           | 18 |
| 图表 41: 股价走势与水泥价格和盈利关联度不高 .....    | 18 |
| 图表 42: 海螺水泥估值最低 .....             | 18 |
| 图表 43: 未来三年公司主要产品销量和成本假设 .....    | 19 |
| 图表 44: 公司估值高于行业平均水平 .....         | 20 |
| 图表 45: 公司估值处于 17 年以来低位 .....      | 20 |

## 一、 中国最具竞争力的水泥企业

### (一) 公司为中国第二大水泥企业

安徽海螺股份有限公司（简称：海螺水泥）的前身为 1985 年成立的宁国水泥厂，经过收购几家水泥生产企业，与 1997 年正式成立，同年在港交所上市，成为我国第一家在境外上市的水泥企业。2002 年公司在 A 股上市，成为首家 A+H 上市水泥企业。截止 2021 年 6 月 30 日，公司总股本 52.99 亿，流通股本 40 亿。公司第一大股东为海螺集团，持股比例 36.4%。安徽省国资委通过全资子公司持有海螺集团 51% 股份，为海螺水泥实际控制人。

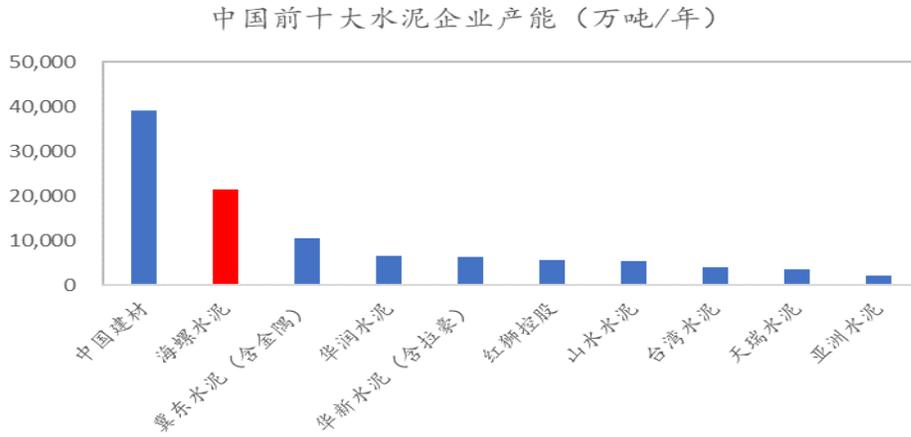
图表 1：安徽省国资委是公司实际控制人



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司主要从事水泥和水泥熟料的生产与销售，在华东、华南拥有丰富的石灰石矿山资源，生产线全部采用先进的新型干法水泥工艺技术，具有产量高、能耗低、自动化程度高、劳动生产率高、环境保护好等特点。根据公司 2021 年半年报，公司水泥产能 3.72 亿吨、熟料产能 2.64 亿吨、商品混凝土产能 420 万方、砂石骨料产能 5,830 万吨。公司为中国第二大水泥企业，产能仅次于中国建材集团，并享有“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美称。

图表 2：公司为中国第二大水泥企业



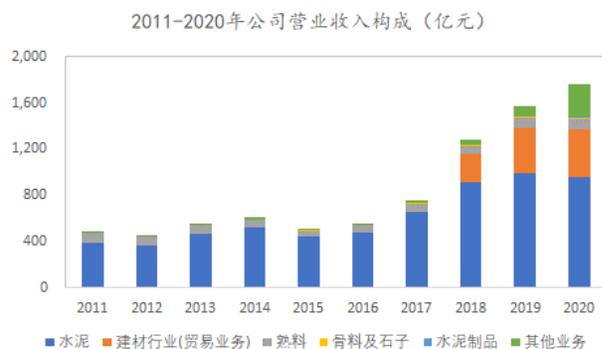
资料来源：数字水泥网，太平洋研究院整理

## （二）成本和费用控制能力突出

2020 年公司实现营业总收入 1,762.43 亿元，其中：水泥业务 961.26 亿元，占比 54.54%，为公司主要的收入来源；建材贸易 410.68 亿元，占比 23.3%；其它业务 282.89 亿元，占比 16.05%。从利润看，2020 年水泥业务贡献毛利 460 亿元，利润占比约 90%，建材贸易与其他业务毛利率为 0.23%和 1.65%，对利润贡献有限。骨料业务收入占比低，但是毛利率达到 68%。

2017 年 10 月，公司与中国建材旗下上海南方水泥合资成立安徽江北海中建材贸易有限公司。2018 年起，为了加强对销售渠道的控制力度，巩固龙头地位，同时为了防止外来低价熟料扰乱市场，公司在安徽、江苏、浙江、山东等省份设立了 11 家贸易公司。贸易业务对公司收入贡献明显，助力海螺集团进入世界 500 强。

图表 3：17 年起公司收入增速加快



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：水泥是公司主要的利润来源



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

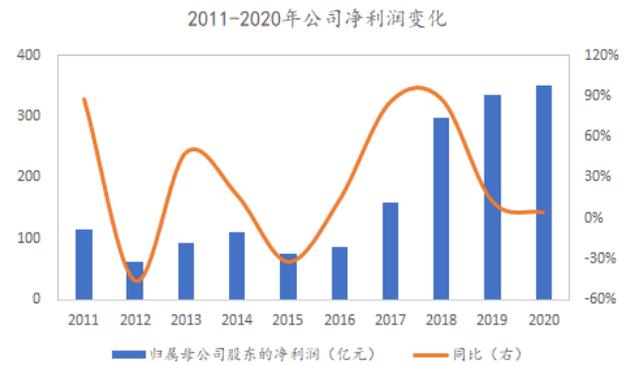
从过去十年（2011-2020年）公司收入和利润情况看，2016年是收入和利润的拐点。2016年之前，公司自产水泥熟料销量稳定增长，但是由于水泥价格的持续下跌，公司收入和利润停滞不前。2016年起，随着水泥行业错峰生产政策的推出，水泥价格大幅上涨，公司收入和利润大幅改善。2011-2020年，公司收入CAGR=15%，净利润CAGR=13%。如果将贸易和其他业务剔除后，公司收入CAGR=9%，利润增速远高于收入增速。

图表 5：贸易是公司收入增长的推手



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：价格是公司利润增长的推手



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：20 年公司水泥销量最高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

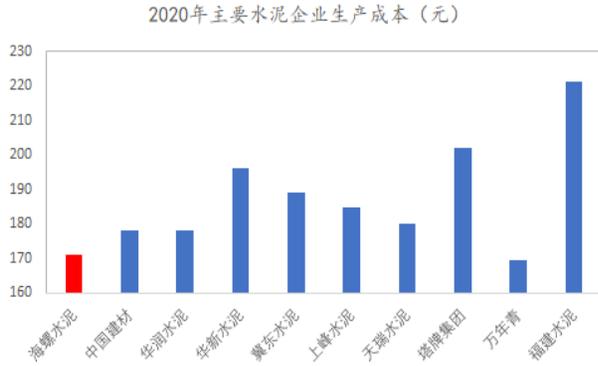
图表 8：19 年公司水泥单价最高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司优异的经营业绩与自身成本和费用控制能力有关。2020年公司水泥熟料生产成本171元/吨、三项费用率4.23%，为可比公司中最低。虽然公司的产能低于中国建材，但是盈利能力远超竞争对手。根据中国建材和天山股份的重组方案，2021-2023年中国建材承诺净利润（累计）355.2亿元，而海螺水泥2020年的净利润达到363.7亿元。

图表 9：公司生产成本为可比公司最低



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：公司费用率为可比公司最低

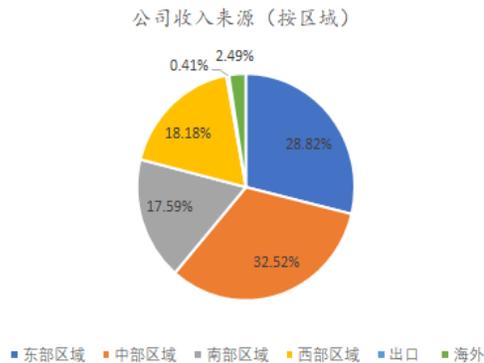


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### （三）中东部是主要的收入和利润来源

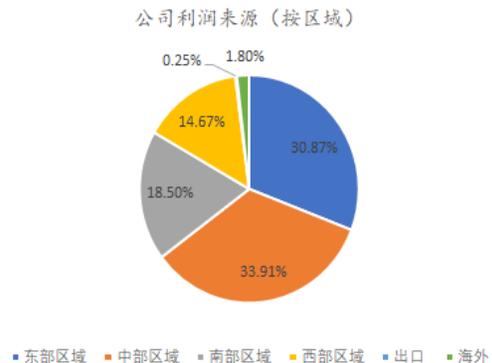
公司的国内产能主要分为四大区域，其中：东部区域包括江苏、浙江、上海、福建及山东等，中部区域包括安徽、江西及湖南等，南部区域包括广东、广西及海南，西部区域包括四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西及新疆等。从公司的水泥熟料产能分布看，中部地区占比最高，达到 51%，西部地区和南部地区占比 27%和 15%，东部地区占比仅为 3%。从公司收入和利润占比看，东部地区占比为 29%和 31%，排名仅次于中部地区，这主要与公司的 T 战略有关。

图表 11：中东部是公司主要收入来源



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：中东部是公司主要利润来源



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 二、供给端严格管控，水泥价格有望新高

自 2016 年错峰生产以来，水泥价格和行业利润均出现大幅好转，这种好转发生在水泥需求在 2014 年见顶的情况下。尤其是 2017-2018 年，国内水泥需求下滑并未阻碍价格的上涨。我们认为，2016 年以来的水泥价格上涨主要与供给端控制有关，与水泥需求变动关联度有限。

图表 13：全国水泥需求在 14 年见顶



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：17-18 年水泥价格大幅上涨



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### (一) 供给端严格管控

#### ■ 错峰生产政策具有连续性

2021 年 1 月，工信部和生态环境部联合下发《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》。通知要求，辽宁、吉林、黑龙江、新疆的错峰生产从 11 月 1 日至次年 3 月底，北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东、河南的错峰生产从 11 月 15 日至次年 3 月 15 日，山西、甘肃、青海、宁夏自 12 月 1 日至次年 3 月 10 日，其他地区可以根据当地情况，在春节、伏天、雨季和重大活动期间开展错峰生产。该政策为 2016 年政策的延续，打消了大家对于错峰生产政策在 2020 年末结束的担忧。

工信部表示，各地可以结合本地实际及空气质量情况，进一步明确或延长当年的错峰生产时间，但是不能低于最低要求。此前一直不参与错峰生产的云南，自 2021 年起开始执行错峰生产政策，每年参与错峰生产的时间为 70 天。与往年不同的是，部分地区对秋冬季错峰生产时间进一步细化，在冬季错峰生产的基础上，新增秋季错峰生产。山西省水泥协会要求，所有水泥熟料生产线在 2021 年 8 月 21 日-2021 年 10 月 10 日期间错峰生产 20 天。在秋季错峰生产任务完成后，山西省的冬季错峰生产将于 11 月 15 日启动。

针对此前豁免错峰生产的水泥产线，政策进一步收紧。电石渣水泥熟料产线需要与传统水泥企业协调，通过“错峰置换”参与错峰生产；承担居民供暖的产线，应当在非采暖季、非错峰生产期间补足错峰生产时间；有全年协同处置城市垃圾及有害废弃物的产线可以不参与错峰生产，但是需要适当降低负荷。

### ■ 产能置换政策趋严

根据 2021 年 7 月工信部下发的《水泥玻璃行业产能置换实施管理办法》，大气污染防治重点区域水泥项目产能置换比例由 1.5:1 调整为 2:1，非大气污染防治重点区域产能置换比例由 1.25:1 调整为 1.5:1，连续停产两年及以上的产线不能进行产能置换。

广西是过去几年产能置换的主要地区。根据中央生态环境保护督察工作小组对广西省第二轮督察指导意见，广西“十四五”期间上马“两高”项目冲动依然强烈，水泥熟料等高耗能行业产能持续扩张，12 个在建项目产能 1734 万吨，是“十三五”增量的 2.9 倍。随着产能置换政策的趋严，以及区域内对于能耗总量的统筹考虑，未来新增项目的难度将更大。

### ■ 进口水泥冲击减弱

2016 年以来，随着国内水泥价格的上涨，水泥和水泥熟料进口量大幅度增长。2015 年，我国水泥熟料进口量 0.5 万吨、2020 年增至 3,337 万吨；2015 年，我国水泥进口量 10 万吨、2020 年增至 361 万吨。进口量的大幅度增长对华东和华南水泥价格走势产生冲击，同时对国内错峰生产政策效果产生负面影响。

图表 15：18 年起中国进口水泥熟料大幅增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

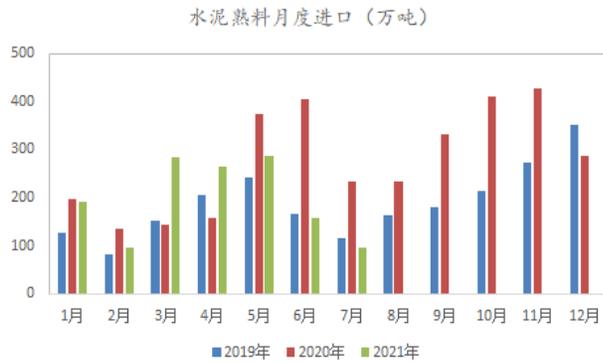
图表 16：18 年起中国进口水泥大幅增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

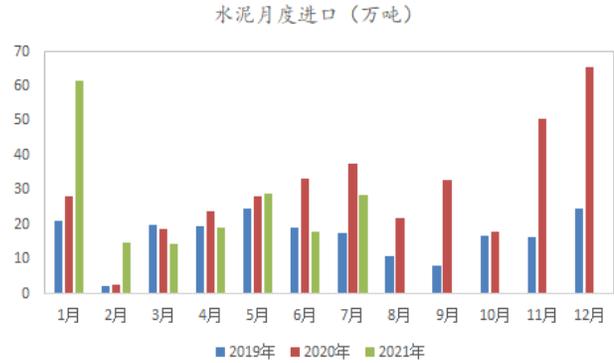


图表 18：21 年 5 月起水泥熟料进口量下滑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 19：21 年 6 月起水泥进口量下滑

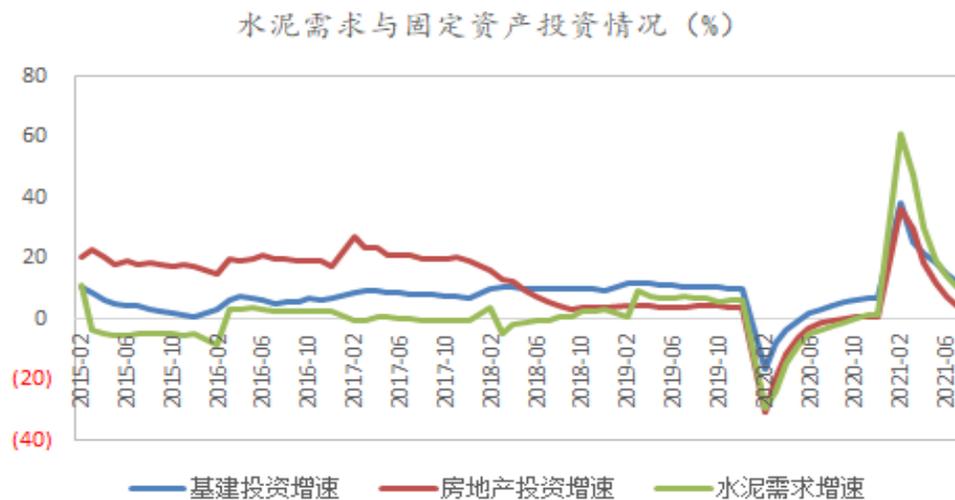


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## (二) 基建投资预期升温

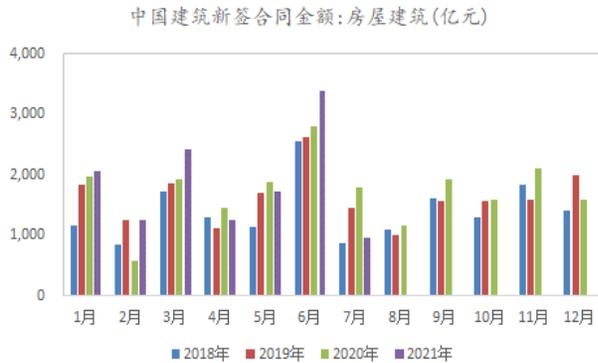
水泥下游需求为房地产建设、基础设施建设和农村市场，水泥需求与房地产和基建行业呈强相关性。2021 年 1-7 月，我国基建投资增速 4.6%、房地产投资增速 12.7%，增速持续下滑。从中国建筑公布的订单情况看，7 月单月订单为近三年来最低。

图表 20：水泥需求与地产和基建关联度高



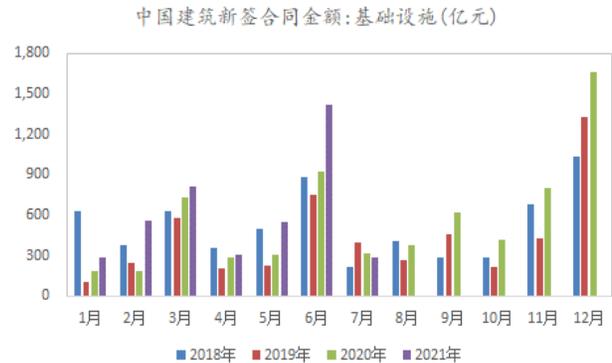
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 21：7 月中国建筑房屋订单下滑



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 22：7 月中国建筑基建订单下滑

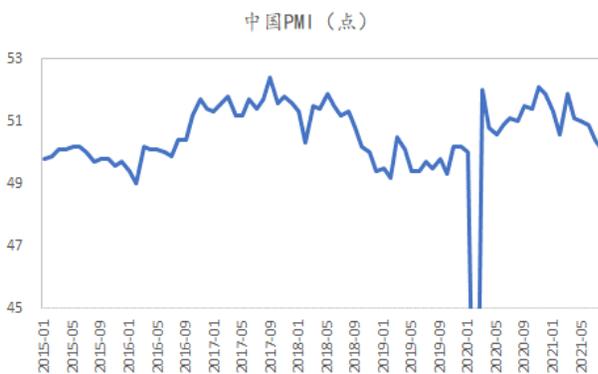


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

基建投资增速的下滑与专项债发行低于预期有关。根据 2020 年底政府工作报告，2021 年地方专项债政府预期目标为 3.65 万亿元，略低于 2020 年 3.75 万亿的目标。2021 年 1-7 月，我国共发行专项债 1.99 万亿，完成全年计划 55%，发行进度远低于 2019 年和 2020 年的 90%和 66%。

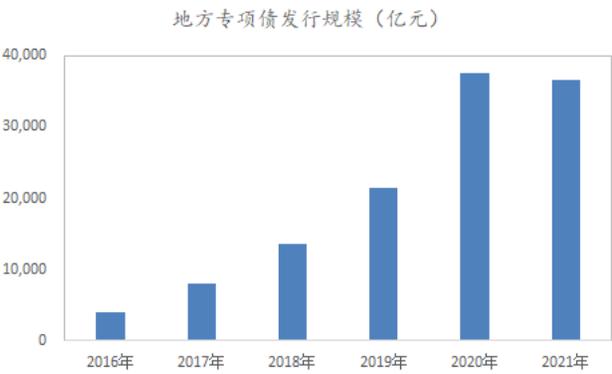
从过往经验来看，历年新增专项债发行额均会达到或接近当年限额。“730 政治局会议”强调，要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接；国常会再提加强跨周期调节，保持经济运行在合理区间，并提出着力为市场主体纾困解难、用好地方政府专项债带动扩大有效投资等具体细化措施。我们预计，四季度基建投资增速回升的可能性大。

图表 23：21 年以来 PMI 持续回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 24：21 年地方债发行额度低于 20 年



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

自 2020 年三季度地产三道红线以来，地产调控政策持续出台，国家多次表态对于房价调控的决心。2021 年 1-7 月，土地购置面积同比下滑 9.3%、新开工面积同比下滑 0.9%。从长期看，地产领域对于水泥需求的影响偏向于负面。

图表 25：21 年 5 月以来土地购置面积同比下滑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 26：21 年 7 月新开工面积由正转负



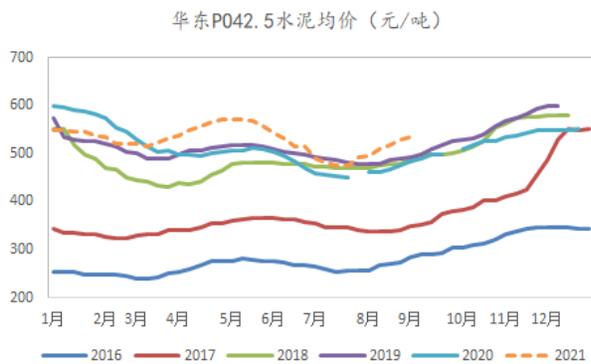
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### (三) 水泥价格有望创新高

水泥价格走势具有明显的季节性特点。一般情况下，二季度和四季度是全年价格高点，一季度和三季度受季节天气影响，是全年价格低点。2021 年，水泥提价时间较历年早，华东水泥价格在五月下旬达到高点后开始回落，该价格为历年同期最高价格。从过去五年水泥价格运行情况看，需求对价格的影响小于供给。未来，基建领域对水泥的需求依然有支撑，地产领域需求存在下滑的风险。从供给的情况看，通过行业兼并重组，行业 CR10 已经达到 57%。2021 年在能耗双控、地方限电、错峰生产政策的带动下，供给端的持续收紧将对水泥价格走势起到关键作用。

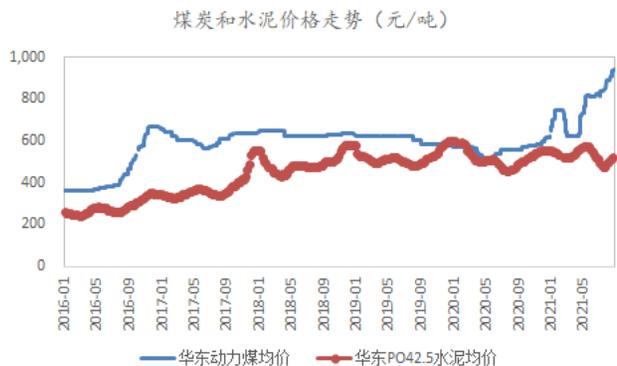
在水泥熟料成本构成中，煤炭占比约 25-30%。2021 年受煤炭价格上涨影响，水泥企业成本压力大增，龙头水泥企业的经营业绩在 2021 年上半年出现了同比疫情时期的下滑。未来借助于供给的严格管控及成本端大幅上涨，我们预计 2021 年四季度水泥价格有望突破 2019 年同期高点。

图表 27：21 年水泥价格为历年最高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 28：煤炭价格上涨拖累企业利润



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 三、竞争优势突出，区域旺季到来

#### (一) “T 战略”将资源与市场结合

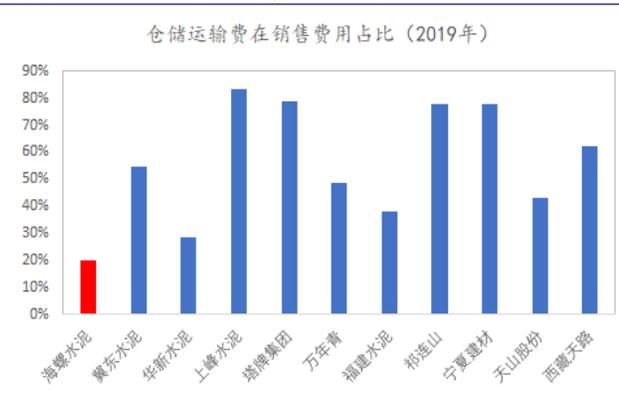
公司利用其地理位置的优越性，首创“T 战略”，T 的一横即长江，一竖即沿海经济带。公司在长江沿岸石灰石资源丰富的地方兴建大、中型熟料基地，在资源稀缺但水泥需求旺盛的沿海地区低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站，就地生产水泥，直接销售需求旺盛的东部市场，形成“熟料基地—长江—粉磨站”模式。这种战略模式成功解决了水泥行业“运输成本高，销售区域受限”的瓶颈问题。对比同业头部水泥制造企业，海螺水泥运费在销售费用比例低于可比公司。

图表 29：T 战略将资源与市场结合



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

图表 30：公司仓储运费占比低



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

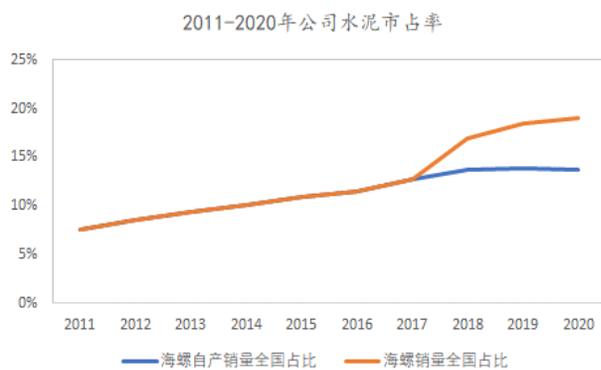
#### (二) “贸易战略”提升区域价格掌控力

2017 年开始，公司涉足水泥熟料贸易业务。2018 年公司水泥熟料贸易业务营业收入 252.1 亿元，2020 年增至 410.68 亿元。贸易业务的开展，一方面扩大了公司的收入规模，助力公司进入世界 500 强，另一方面提升了公司的市占率和对区域水泥价格的掌控力度，防止外来低价熟料对华东市场价格的冲击。2020 年公司水泥和水泥熟料销量 4.53 亿吨，市占率从 2017 年的 12.74% 提升至 19.06%。

针对贸易业务盈利能力低的问题，公司借助自身的资金优势，在北方和东南亚地区大量收购低价水泥熟料。为了提升利润率，公司打通物流各环节，降低熟料的运输成本。在产品销售方面，公司率先销售自身的产品，保证产能利用率，降低固定费用分摊。

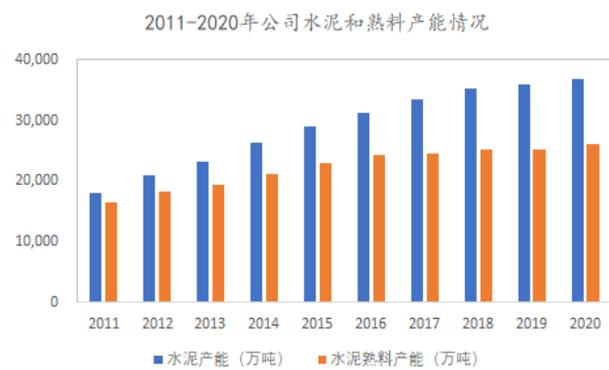
水泥熟料作为水泥的半成品，国家对于水泥熟料产能严格管控，同时需要上游石灰石矿山资源的支持。在这种情况下，水泥熟料成了下游粉磨站需要外购的“资源品”。公司在大力发展贸易业务的同时，在华东地区大量收购粉磨站，2011-2020 年公司水泥产能 CAGR=8%、水泥熟料产能 CAGR=5%，水泥产能增速高于水泥熟料产能增速。同时，公司外购的水泥熟料通过粉磨站加工成水泥后进行外销，进一步提升水泥产品的盈利能力。2018 年，公司水泥熟料贸易毛利率为 0.17%，2020 年增至 0.23%。

图表 31：公司水泥市占率持续提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 32：公司水泥产能不断增加



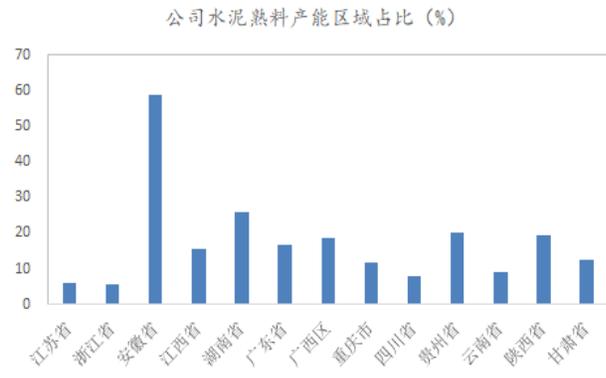
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### (三) 下游市场卡位中国经济发达地区

公司产品主要销售区域集中于华东和华南地区，以上两个区域在公司自营产品收入占比 61%。从水泥价格看，华东和华南的价格领先于全国其他地区。由于季节影响，北方将从四季度进入淡季，而华东和华南的旺季从四季度开始，四季度通常是全年价格高点。

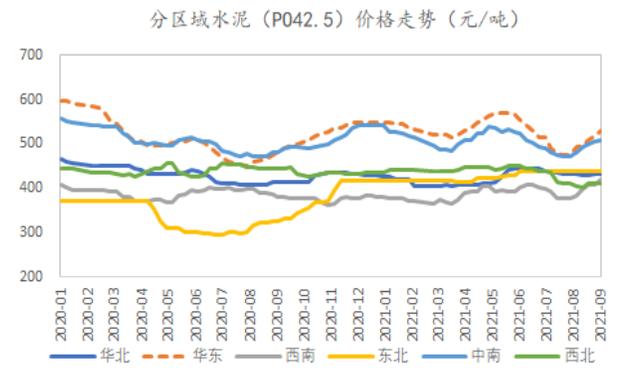
长三角和珠三角是中国经济最发达的地区。从基建角度，我国东南部地区基建发展空间仍然较大，鉴于东部各省财政情况优于全国平均水平，基建投资方面支撑更强烈于其它地区。根据 2020 年财政部下发的各省发行专项债限额来看，华东及华南地区各省份专项债限额高于其它省份，约占全国总限额的 45%。国家持续对华东、华南地区增加基础建设投资，有望为公司在该地区的销售情况提供稳固支撑。2020 年发改委批准投资额排名前五的五大基建项目，有三个位于华东和华南地区，分别是：粤港澳大湾区交通网项目、济南城市交通网项目和宁波城市交通网项目，三项目预计投资总额达 6,700 亿元以上。2021 年 6 月 7 日，国家发改委印发《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》，到 2025 年轨道交通总里程达到 2.2 万公里以上，新增历程超过 8,000 公里，高速铁路通达地级以上城市，轨道交通运输服务覆盖 80% 的城区常住人口 5 万以上的城镇。

图表 33：公司在中东部地区市占率高



资料来源：数字水泥网，太平洋研究院整理

图表 34：华东和中南价格领先其他地区



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

#### (四) 一带一路和一体化打开长期成长空间

我国水泥需求在 2014 年见顶，需求增速首次由正转负，高速增长期已过。市场逐渐由销量主导转变为价格主导，公司水泥销量（自产）增速在 2014 年后开始放缓。2020 年末，公司货币资金和交易性金融资产共计 890 亿元，经营活动净现金流 348 亿元，资产负债率 16%。充足的现金流为公司未来的战略布局做好了储备，即：国外发展水泥主业，国内发展纵向一体化项目。

为解决国内需求见顶带来的发展困境，公司积极响应国家的“一带一路”战略。2014 年，公司海外第一条熟料生产线在印尼正式投产。根据 2020 年报披露，公司已向海外累计投资超 125 亿元，在东南亚等国、非洲欧美等地均有设厂。2020 年公司海外投产产能 1094.3 万吨，在建产能 508.4 万吨，为中国布局海外产能最大的水泥企业。目前海外投产产能主要分布在印尼、老挝、缅甸、柬埔寨等国家。

图表 35：公司海外投产产能位列中资企业首位



资料来源：中国水泥网，太平洋研究院整理

图表 36：公司海外在建产能位列首位



资料来源：中国水泥网，太平洋研究院整理

纵向一体化项目上，公司重点向下游延伸，发展骨料和混凝土业务。公司在安徽境内拥有较多早期取得的开采权和矿山资源，借助长江水运，公司具有生产骨料的资源和运输优势。目前，公司骨料产能 5,830 万吨，在建骨料产能 600 万吨，建成后骨料年产能 6,430 万吨/年，增加 10% 以上。从毛利率看，2020 年公司骨料业务毛利率 68.34%，高于水泥业务 20 个百分点。除了骨料业务，公司大力发展混凝土业务。混凝土的主要成本为骨料和水泥，公司有充足的原材料储备（水泥+骨料）和便捷低成本的水路运输通道，具备发展该项业务的天然优势。目前，我国预拌混凝土使用渗透率约 48%，而发达国家预拌混凝土使用渗透率超 70%，国内渗透率提升空间大。

图表 37：公司骨料业务毛利率高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 38：公司骨料产能逐步增长



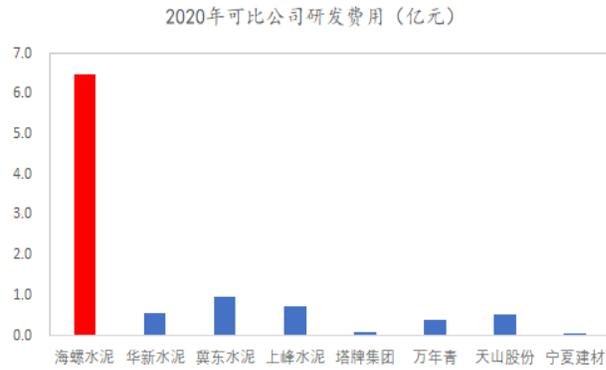
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## （五）技术和环保优势对产量形成保护

公司大力重视环保，2019、2020 年度连续两年投入环保技改超过 18 亿元，2020 年公司研发费用同比增加 245.40%，主要是下属子公司用于超低排放技术开发及水泥制造绿色能源开发项目投入增加。目前二氧化硫、氮氧化物、颗粒物的排放均低于国家要求标准。根据多地实行的《重污染天气重点行业应急减排措施制定指引》的要求，A 级企业可自主应急减排，B 级、C 级企业需按一定比例通过减产甚至停产达到减排标准。公司多地子公司排放均达到最高 A 级标准，公司水泥生产线受影响相对有限，对产量构成“保护”。

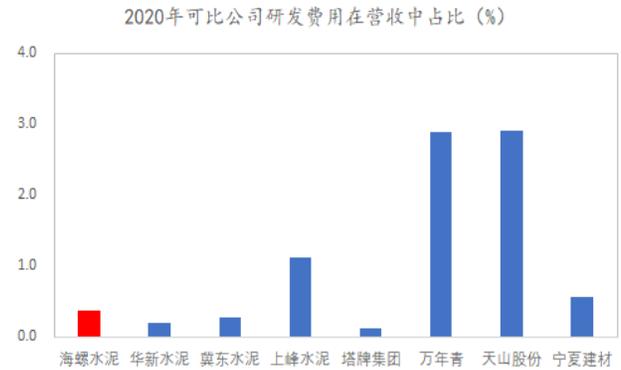
“十四五”期间，建材行业将纳入碳交易范围，而水泥又是排放大户，先进的降碳和减碳技术将降低能源与环保成本。2019 年，公司在白马山水泥厂建成的“水泥窑烟气二氧化碳捕集纯化示范项目”已经投入使用，满产后具备年产五万吨工业级二氧化碳、三万吨食品级二氧化碳的产能，迈出我国水泥制造企业碳捕获和生产的第一步，技术水平领先全行业。2021 年 8 月，公司以 4.43 亿元收购海螺新能源 100% 股权，介入光伏发电领域，推动能源结构转型。传统火电为主的能源结构，导致水泥行业碳排放偏高，通过增加清洁能源比例、碳捕捉等方式控制碳排放，进而减少对碳减排对产量的影响，降低碳交易对成本的影响。

图表 39：公司研发投入金额最高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 40：公司研发费用占比略低



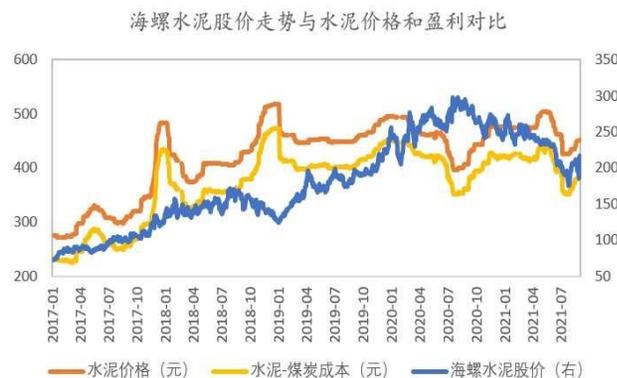
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## （六）政策预期升温，资源稀缺性凸显

从 2017-2021 年海螺水泥和水泥价格、盈利状况（水泥与煤炭价差）看，股价走势更多反映了政策的预期，与价格和盈利的相关度有限。2018 年 7 月-2019 年 1 月，虽然价格和盈利持续增加，但是海螺股价持续回落，股价下跌反应中美贸易摩擦和国内去杠杆背景下经济下行的预期。2020 年 2 月-2020 年 7 月，虽然水泥价格和盈利持续回落，但是海螺股价持续上涨，股价上涨反映了疫情下经济刺激预期。随着四季度和 22 年一季度政策刺激预期增加，水泥板块走势乐观。

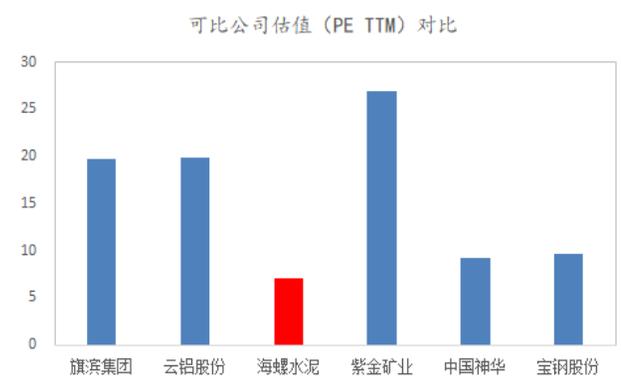
水泥属于两高一剩行业，历史上新增产能受到严格限制，产能置换需要执行减量置换。在 2021 年太原能源低碳发展论坛上，李克强总理表示，加快推动产业结构优化升级，严控高耗能、高排放行业产能规模。与之前表态的不同在于，政策已经从严控“新增产能”变成“严控产能”。在能耗双控和碳减排的背景下，现有水泥熟料产能的资源属性凸显。我们将同处于产能过剩行业的玻璃、电解铝、钢铁，具有资源属性的有色、煤炭龙头企业进行对比，海螺水泥的估值（PE TTM）为最低。在产能指标资源化的背景下，海螺水泥有望获得价值重估。

图表 41：股价走势与水泥价格和盈利关联度不高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 42：海螺水泥估值最低



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 四、盈利预测及估值

### (一) 基本假设

- 水泥和熟料销量：预计 2021-2023 年公司水泥和熟料（自产）销量增速 0%/1%/1%，预计 2021-2023 年公司水泥和熟料（贸易）销量增速 9%/7%/7%。
- 水泥和熟料价格：影响水泥价格的供给逻辑依然存在，错峰生产和环保限产将继续执行。未来随着基建领域对水泥需求的带动，看好水泥价格走势，预计 2021-2023 年公司水泥和熟料销售价格涨幅 8%/2%/2%。
- 水泥和熟料成本：预计 2021-2023 年公司水泥和熟料单位生产成本（不含税）196.53 元/197.93 元/199.33 元。

图表 43：未来三年公司主要产品销量和成本假设

|                   | 2016A  | 2017A  | 2018A  | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 自产水泥和熟料销量(万吨)     | 27,700 | 29,500 | 29,800 | 32,300 | 32,500 | 32,500 | 32,700 | 33,000 |
| 倍数                |        | 1.06   | 1.01   | 1.08   | 1.01   | 1.00   | 1.01   | 1.01   |
| 自产水泥和熟料单价(元, 不含税) | 197    | 247    | 328    | 336    | 325    | 351    | 358    | 365    |
| 倍数                |        | 1.26   | 1.33   | 1.03   | 0.97   | 1.08   | 1.02   | 1.02   |
| 贸易水泥和熟料销量(万吨)     | 0      | 0      | 7,000  | 10,900 | 12,800 | 14,000 | 15,000 | 16,000 |
| 倍数                |        |        |        | 1.56   | 1.17   | 1.09   | 1.07   | 1.07   |
| 水泥和熟料单位成本(元)      | 132.28 | 157.89 | 173.14 | 178.47 | 170.75 | 196.53 | 197.93 | 199.33 |
| 倍数                |        | 1.19   | 1.10   | 1.03   | 0.96   | 1.15   | 1.01   | 1.01   |
| 原材料               | 22.88  | 27.22  | 36.52  | 44.17  | 45.24  | 45.24  | 45.24  | 45.24  |
| 燃料及动力             | 78.3   | 97.77  | 98.97  | 94.47  | 86.73  | 112.61 | 114.11 | 115.61 |
| 折旧费用              | 12.55  | 12.39  | 12.07  | 12.03  | 11.7   | 11.6   | 11.5   | 11.4   |
| 人工及其它             | 18.55  | 20.51  | 25.58  | 27.8   | 27.08  | 27.08  | 27.08  | 27.08  |

资料来源：太平洋研究院整理

### (二) 估值及投资建议

我们选取冀东水泥、华新水泥等 A 股水泥企业作为可比公司。根据 Wind 一致预期，可比公司 2021 年平均估值为 7 倍、2022 年平均估值为 6.3 倍、2023 年平均估值为 5.7 倍。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 6.33 元/6.63 元/6.97 元，对应 PE 为 7.5X/7.2X/6.8X，公司估值高于行业平均水平。由于公司是国内盈利最强的水泥企业，是 A 股建材行业核心资产之一，理应享受估值溢价。

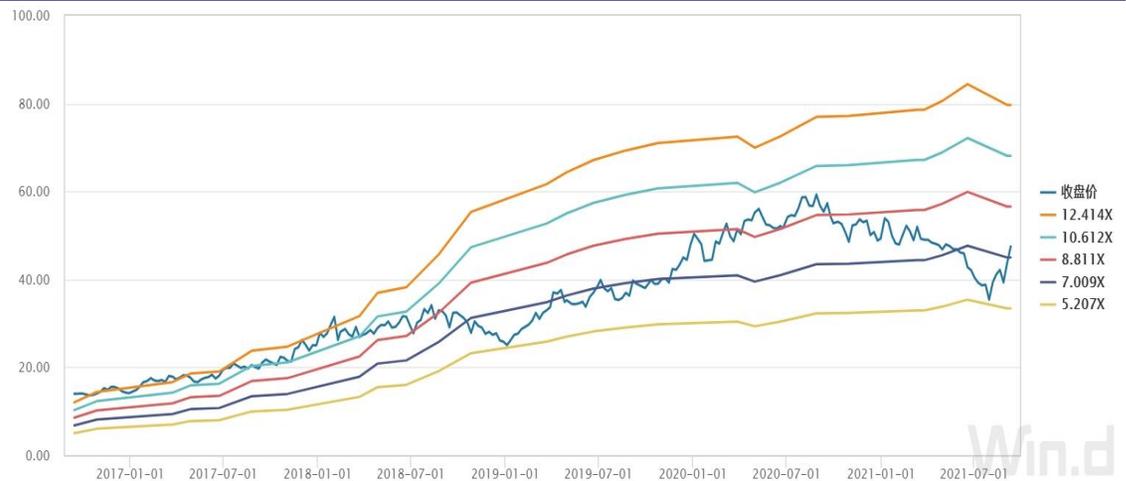
自 2020 年下半年以来，受水泥价格下跌影响，公司股价出现明显回落，估值水平处于 2017 年以来的低位。随着下半年水泥价格反弹，预计公司盈利有望出现改善。我们以 2017 年以来公司 PE 估值中枢 9.5 倍为基础，按照 2022 年 EPS 6.63 元计算，给予公司未来 6-12 个月 62.99 元的目标价，维持“买入”评级。

图表 44：公司估值高于行业平均水平

| 证券简称 | 收盘价   | 每股收益  |       |       |       |       | 市盈率   |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 华新水泥 | 24.40 | 3.03  | 2.69  | 3.08  | 3.53  | 3.98  | 8.1   | 9.1   | 7.9   | 6.9   | 6.1   |
| 上峰水泥 | 22.33 | 2.93  | 2.54  | 2.94  | 3.34  | 3.73  | 7.6   | 8.8   | 7.6   | 6.7   | 6.0   |
| 冀东水泥 | 14.40 | 1.85  | 1.96  | 2.24  | 2.49  | 2.75  | 7.8   | 7.3   | 6.4   | 5.8   | 5.2   |
| 福建水泥 | 8.26  | 1.22  | 0.61  | 0.99  | 1.17  | 1.36  | 6.8   | 13.6  | 8.3   | 7.1   | 6.1   |
| 万年青  | 13.60 | 1.72  | 1.86  | 2.10  | 2.25  | 2.34  | 7.9   | 7.3   | 6.5   | 6.1   | 5.8   |
| 塔牌集团 | 12.63 | 1.46  | 1.51  | 1.63  | 1.76  | 1.87  | 8.7   | 8.4   | 7.8   | 7.2   | 6.8   |
| 宁夏建材 | 13.08 | 1.61  | 2.02  | 2.29  | 2.56  | 2.76  | 8.1   | 6.5   | 5.7   | 5.1   | 4.7   |
| 祁连山  | 12.93 | 1.59  | 1.85  | 2.24  | 2.44  | 2.56  | 8.1   | 7.0   | 5.8   | 5.3   | 5.1   |
|      |       | 均值    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 海螺水泥 | 47.48 | 6.34  | 6.63  | 6.33  | 6.63  | 6.97  | 7.5   | 7.2   | 7.5   | 7.2   | 6.8   |

资料来源：太平洋研究院整理

图表 45：公司估值处于 17 年以来低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 五、风险提示

- 宏观经济下行风险：水泥行业属于典型的周期性行业，行业波动与经济周期密切相关。中国经济增速下滑和固定资产投资增速放缓会对行业产生负面影响。
- 水泥价格上涨不及预期风险：如果区域内需求并未如期释放，将导致水泥价格上涨动力不足，对公司利润产生不利影响。
- 环保、安全等不确定因素影响：水泥生产过程中涉及环保、安全等因素，这些因素可能会对公司的正常生产经营产生较大影响。
- 疫情反复风险：如果 2021 年秋冬季疫情反复，将对下游施工和水泥需求产生负面影响。
- 汇率波动风险：公司在海外有一定业务布局，若因当地汇率波动造成汇兑损失，将侵蚀公司部分利润。

| 资产负债表(百万) |         |         |         |         |         | 利润表(百万) |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |         | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| 货币资金      | 54,977  | 62,177  | 89,312  | 121,306 | 156,333 | 营业收入    | 157,030 | 176,243 | 192,213 | 199,815 | 208,019 |
| 应收和预付款项   | 13,272  | 9,741   | 10,624  | 11,044  | 11,498  | 营业成本    | 104,760 | 124,848 | 140,687 | 146,059 | 151,796 |
| 存货        | 5,572   | 7,002   | 7,890   | 8,191   | 8,513   | 营业税金及附加 | 1,403   | 1,289   | 1,405   | 1,461   | 1,521   |
| 其他流动资产    | 23,289  | 34,060  | 32,317  | 32,599  | 32,902  | 销售费用    | 4,417   | 4,123   | 4,229   | 4,396   | 4,576   |
| 流动资产合计    | 97,110  | 112,980 | 140,142 | 173,140 | 209,244 | 管理费用    | 4,741   | 4,207   | 4,229   | 4,396   | 4,576   |
| 长期股权投资    | 3,821   | 4,223   | 4,223   | 4,223   | 4,223   | 财务费用    | (1,338) | (1,515) | (115)   | (318)   | (558)   |
| 投资性房地产    | -       | -       | -       | -       | -       | 资产减值损失  | (1,164) | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 固定资产      | 58,858  | 62,720  | 62,991  | 62,061  | 59,932  | 投资收益    | 1,209   | 1,550   | 1,690   | 1,757   | 1,829   |
| 在建工程      | 6,238   | 4,675   | 6,175   | 7,675   | 9,175   | 公允价值变动  | 258     | 101     | 0       | 0       | 0       |
| 无形资产      | 9,979   | 13,710  | 15,410  | 17,110  | 18,810  | 营业利润    | 44,057  | 46,271  | 44,149  | 46,287  | 48,674  |
| 长期待摊费用    | -       | -       | -       | -       | -       | 其他非经营损益 | 500     | 837     | 837     | 837     | 837     |
| 其他非流动资产   | 2,258   | 2,088   | 6,336   | 6,336   | 6,336   | 利润总额    | 44,557  | 47,108  | 44,987  | 47,124  | 49,511  |
| 资产总计      | 178,777 | 200,973 | 235,853 | 271,123 | 308,297 | 所得税     | 10,205  | 10,738  | 10,254  | 10,742  | 11,286  |
| 短期借款      | 2,942   | 1,982   | 1,982   | 1,982   | 1,982   | 净利润     | 34,352  | 36,370  | 34,732  | 36,383  | 38,226  |
| 应付和预收款项   | 24,479  | 22,241  | 24,435  | 25,321  | 26,270  | 少数股东损益  | 759     | 1,240   | 1,185   | 1,241   | 1,304   |
| 长期借款      | 3,871   | 3,310   | 3,310   | 3,310   | 3,310   | 归母股东净利润 | 33,593  | 35,130  | 33,548  | 35,142  | 36,922  |
| 其他负债      | -       | -       | -       | -       | -       |         |         |         |         |         |         |
| 负债合计      | 36,457  | 32,756  | 35,101  | 35,987  | 36,936  |         |         |         |         |         |         |
| 股本        | 5,299   | 5,299   | 5,299   | 5,299   | 5,299   |         |         |         |         |         |         |
| 资本公积      | 10,587  | 10,584  | 10,584  | 10,584  | 10,584  |         |         |         |         |         |         |
| 留存收益      | 121,332 | 145,920 | 2,979   | 3,350   | 3,769   |         |         |         |         |         |         |
| 归母公司股东权益  | 137,362 | 161,822 | 177,438 | 210,580 | 245,502 |         |         |         |         |         |         |
| 少数股东权益    | 4,959   | 6,395   | 7,579   | 8,820   | 10,124  |         |         |         |         |         |         |
| 股东权益合计    | 142,320 | 168,217 | 200,752 | 235,135 | 271,361 |         |         |         |         |         |         |
| 负债和股东权益   | 178,777 | 200,973 | 235,853 | 271,123 | 308,297 |         |         |         |         |         |         |

| 预测指标          |        |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 毛利率           | 33.29% | 29.16% | 26.81% | 26.90% | 27.03% |
| 销售净利率         | 21.39% | 19.93% | 17.45% | 17.59% | 17.75% |
| 销售收入增长率       | 22.30% | 12.23% | 9.06%  | 3.96%  | 4.11%  |
| EBIT 增长率      | 8.91%  | -0.43% | 3.49%  | 4.30%  | 4.57%  |
| 净利润增长率        | 12.67% | 4.58%  | -4.50% | 4.75%  | 5.06%  |
| ROE           | 24.46% | 21.71% | 17.37% | 15.53% | 14.13% |
| ROA           | 18.79% | 17.48% | 14.22% | 12.96% | 11.98% |
| ROIC          | 21.21% | 18.24% | 15.98% | 14.33% | 13.06% |
| EPS (X)       | 6.34   | 6.63   | 6.33   | 6.63   | 6.97   |
| PE (X)        | 8.64   | 7.79   | 7.50   | 7.16   | 6.81   |
| PB (X)        | 2.11   | 1.69   | 1.30   | 1.11   | 0.96   |
| PS (X)        | 1.60   | 1.43   | 1.31   | 1.26   | 1.21   |
| EV/EBITDA (X) | 5.78   | 5.20   | 3.10   | 2.39   | 1.70   |

| 现金流量表(百万) |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2019A   | 2020A   | 2021A   | 2022A   | 2023A   |
| 经营性现金流    | 40,738  | 34,797  | 44,158  | 47,052  | 50,003  |
| 投资性现金流    | -20,689 | -26,773 | -14,284 | -12,706 | -12,625 |
| 融资性现金流    | -7,912  | -13,262 | -2,710  | -2,352  | -2,352  |
| 现金增加额     | 12,156  | -5,338  | 27,134  | 31,995  | 35,026  |

资料来源: Wind, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

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

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售总监  | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华北销售    | 刘莹  | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com       |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售总助  | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com         |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com         |

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

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

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