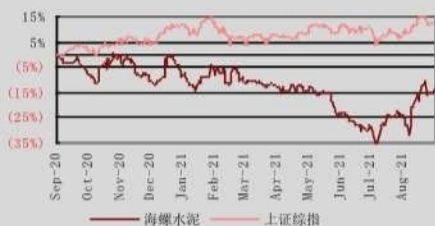


**600176.SH**
**买入**

市场价格: 人民币 14.45

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.0)	(5.4)	(8.9)	35.8
相对新华富时 A50 指数	(13.9)	1.4	(6.1)	31.6

发行股数(百万)	4,003
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	57,845
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,135
净负债比率(%)	
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	27

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银证券  
以 2021 年 9 月 24 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**建筑材料**
**证券分析师: 余斯杰**

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

**证券分析师: 陈浩武**

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

# 海螺水泥

## 水泥工业引领者, 行业地位难以撼动

公司是世界领先的水泥企业, 股权结构合理。公司通过 T 型战略建立明显成本优势, 把握需求最好的长三角市场, 盈利能力领先同行。通过海中贸易平台应对海外熟料冲击。未来公司将逐步发展骨料和海外业务。

### 支撑评级的要点

- **世界领先的水泥企业, 业务规模庞大, 股权结构合理:** 海螺水泥是世界领先的水泥企业, 实控人为安徽国资委, 员工通过海创实业持股。公司水泥熟料营收占比超 60%, 主要集中在中东部。2020 年水泥产能 3.7 亿吨, 熟料产能 2.6 亿吨, 收入 1,762.4 亿, 利润 351.3 亿, 水泥熟料销量 3.3 亿吨, 规模仅次于中国建材。吨成本 170.8 元, 吨费用 14.9 元, 成本费用管控能力行业最强, ROE、利润率等在行业中处于较高水平。
- **T 型战略降低成本, 长三角成本优势难以撼动:** 公司在长江沿岸石灰石富集区域兴建大型熟料基地, 且自有控制 30 余个码头运输产品, 通过长江提升覆盖地域范围, 在资源稀缺但市场较大的沿海地区低成本收购粉磨站, 就地生产水泥并直接销售。公司通过 T 型战略建立起来的成本优势将竞争对手排除在外, 牢牢抓住需求最旺盛的华东市场。
- **海中贸易平台应对海外熟料冲击, 获取沿江熟料定价权:** 越南和东北熟料通过海运直达华东, 对价格造成一定冲击并扰乱市场秩序。海螺水泥自身拥有 30 余个沿江码头, 借助自身优势开展贸易业务成立海中贸易平台承接海外熟料, 并加大自身粉末产能消化熟料冲击, 逐步获取沿江熟料定价权。2020 年, 公司贸易业务规模 410.7 亿元, 增速为 7.1%。
- **矿山资源丰富, 发展骨料和海外业务:** 公司矿山储量丰富, 开采价值高, 未来骨料是公司重点发展方向。同时公司在海外业务开拓领先同行, 海外熟料 1,094 万吨, 领先其他竞争对手。

### 估值

- 参考公司中报表现以及对应区域景气度, 预计 2021-2023 年收入分别为 1,948.3、2,033.2、2,142.9 亿元, 归母净利润分别为 347.1、367.0、391.1 亿元; EPS 分别为 6.55、6.93、7.38 元。首次覆盖给予 **买入** 评级。

### 评级面临的主要风险

- 基建投资不及预期, 煤炭价格加速上升, 长江中下游超长雨季

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	157,030	176,243	194,827	203,322	214,285
变动(%)	22	12	11	4	5
净利润(人民币 百万)	33,593	35,130	34,711	36,701	39,108
全面摊薄每股收益(人民币)	6.339	6.629	6.550	6.926	7.380
变动(%)	12.6	4.6	(1.2)	5.7	6.6
全面摊薄市盈率(倍)	7.5	7.2	7.3	6.9	6.5
市场预期每股收益			6.690	7.010	7.200
全面摊薄市盈率	7.5	7.2	7.3	6.9	6.5
价格/每股现金流量(倍)	12.6	35.4	6.5	6.4	6.1
每股现金流量(人民币)	3.78	1.35	7.37	7.46	7.75
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.1	5.0	4.7	4.5
每股股息(人民币)	1.20	1.69	1.97	2.08	2.21
股息率(%)	2.5	3.5	4.1	4.4	4.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 深耕行业多年，水泥工业引领者

**世界水泥看中国，中国水泥看海螺：**公司前身为成立于1978年的安徽省宁国水泥厂，1997年海螺水泥成立。1997年和2002年公司分别在H股和A股上市。上市二十多年来，公司坚持技术创新，率先在国内建成日产5,000吨、10,000吨熟料产线，在国内建成第一个千万吨级熟料基地、第一套余热发电机组等。公司自身在持续高速增长的同时，也较好的引领了国内水泥工业的发展，获得了“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美誉。

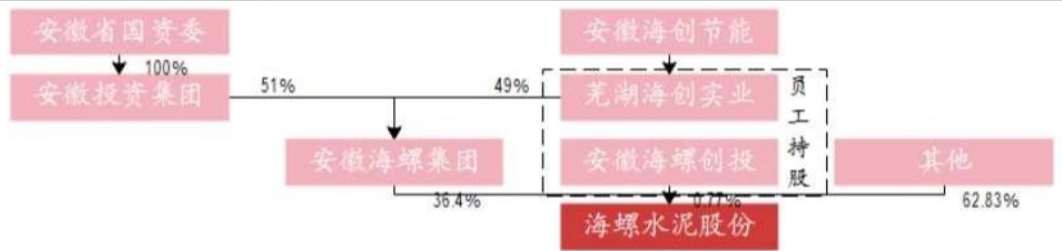
图表 1. 海螺水泥历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

**实控人为安徽省国资委，员工持股平台调动积极性：**公司实控人为安徽省国资委，最大股东为安徽省海螺集团，持股比例 36.4%。员工持股是公司股权的重要组成部分。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 8 明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，构建了企业和员工利益共同体，员工积极性被充分调动。

图表 2 海螺水泥股权结构图



资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司收入利润表现向好



资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 公司盈利能力与现金创造能力强大



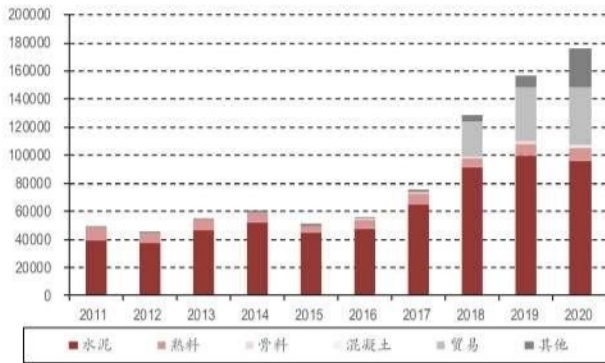
资料来源：公司年报，中银证券

**业绩持续高速增长，盈利能力与现金创造能力优秀：**1999-2020 年，公司收入从 10.7 亿元增长至 1,762.4 亿元，CAGR 为 27.5%；利润从 0.6 亿元增长至 351.3 亿元，CAGR 为 35.6%。上市二十多年来，业绩持续保持快速增长。公司盈利能力和现金创造能力也非常优秀，2018 年以来公司 ROE 持续在 20% 以上，2015 年行业低点也能维持 10% 以上的 ROE，优于大多数建材企业；2016 年以来自由现金流均在 80 亿元以上，在保证业绩高速增长的同时也给股东带来稳定可靠的现金回报。

## 华东地区水泥龙头，成本费用管控优秀

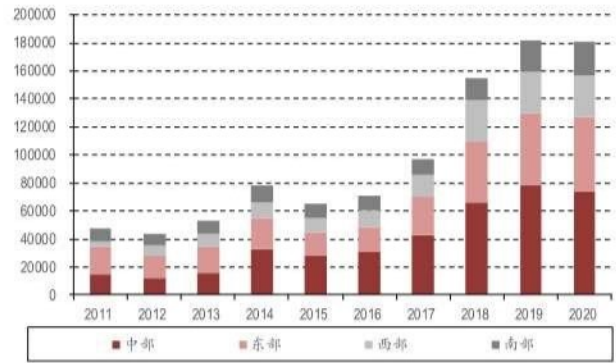
**主营水泥熟料、深耕中东部地区：**水泥和熟料是公司的主要产品，2020年营收占比达60.0%。此外，公司的业务范围还覆盖砂石骨料、水泥制品和建材贸易等。其中，骨料和水泥制品能够依托公司庞大的熟料产能和石灰石矿山资源进行快速发展，未来有望成为公司新的利润增长点。在地区方面，海螺水泥的主要市场集中在中部和东部地区，2016-2020年中部和东部地区营收规模呈增长态势，2020年营收占比为71.9%；此外，公司在南部地区的营收规模也在不断提高。

图表 5. 公司收入以水泥和熟料为主，近年发展贸易和骨料 (单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 中东部地区是公司主要收入来源(单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

**产能集中在安徽、湖南、广东、广西、贵州也有较多产能投放：**据中国水泥网，2016年以后公司熟料产能就稳定在2亿吨以上，2019年达2.10亿吨，仅次于中国建材。考虑到中国建材事实上是由旗下南方水泥、中联水泥、西南水泥等八家企业相对独立运营，公司实际市场影响力并不弱于中国建材。从区域布局来看，公司在安徽有约8,000万吨产能，是公司产能最集中的省份。此外公司在湖南、广东、广西、贵州产能也均在1,500万吨以上，分别为2,092.5、1,751.5、1,596.5、1,866.2万吨。

图表 7. 公司熟料产能主要集中在安徽、湖南等省份(单位:万吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
江苏	372.0	372.0	372.0	372.0	372.0	372.0	372.0	372.0	372.0	372.0
浙江	155.0	310.0	310.0	310.0	310.0	310.0	310.0	310.0	310.0	310.0
安徽	5,285.5	5,812.5	6,866.5	6,866.5	7,021.5	7,176.5	7,719.0	7,719.0	7,998.0	7,998.0
江西	465.0	465.0	465.0	465.0	465.0	744.0	744.0	744.0	852.5	1,054.0
山东	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0	155.0
湖南	930.0	1,085.0	1,240.0	1,240.0	1,937.5	2,092.5	2,092.5	2,092.5	2,092.5	2,092.5
广东	620.0	930.0	930.0	930.0	1,100.5	1,472.5	1,472.5	1,472.5	1,751.5	1,751.5
广西	1,209.0	1,488.0	1,565.5	1,565.5	1,565.5	1,596.5	1,596.5	1,596.5	1,596.5	1,596.5
重庆	155.0	310.0	310.0	310.0	465.0	620.0	620.0	620.0	598.3	598.3
四川	310.0	620.0	697.5	697.5	852.5	852.5	852.5	837.0	837.0	837.0
贵州	310.0	387.5	682.0	1,054.0	1,416.7	1,881.7	1,881.7	1,804.2	1,866.2	1,866.2
云南		62.0	139.5	139.5	589.0	589.0	589.0	759.5	759.5	759.5
陕西	155.0	976.5	976.5	1,007.5	1,007.5	1,007.5	1,007.5	992.0	992.0	992.0
甘肃	155.0	310.0	310.0	387.5	542.5	558.0	558.0	558.0	558.0	558.0
新疆			77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5
合计	10,276.5	13,283.5	15,097.0	15,577.5	17,877.7	19,505.2	20,047.7	20,109.7	20,816.5	21,018.0

资料来源：中国水泥网，中银证券

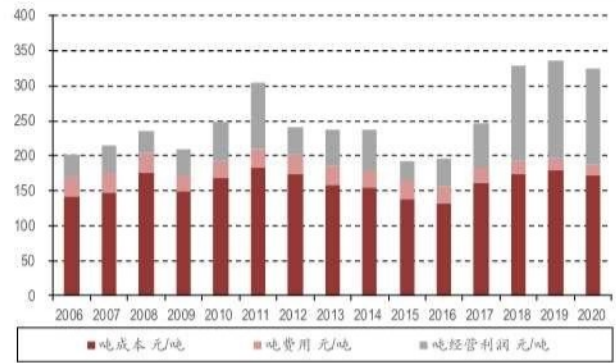
公司产能与销量持续增长，吨成本、费用、利润指标优秀：2006-2020年，公司水泥产能从6,500万吨增长至3.7亿吨，CAGR为13.2%；销量从7,551.8万吨增长至3.7亿吨，CAGR为11.0%。2017年以来，公司发展海中贸易平台以应对海外熟料冲击，水泥产能有明显增长。2018年以来，公司水泥熟料均价稳定在320-340元之间；吨成本在170-180元之间，为行业最低水平之一；吨费用逐年下降到2020年的14.9元；吨经营利润2018年以后稳定在135元以上。海螺水泥规模大，国内覆盖范围广，能维持如此高的盈利能力和控本能力实属难得。

图表 8. 近年来公司水泥粉磨产能快速增长



资料来源：公司年报，中国水泥网，中银证券

图表 9. 公司成本管控优秀，盈利能力强大

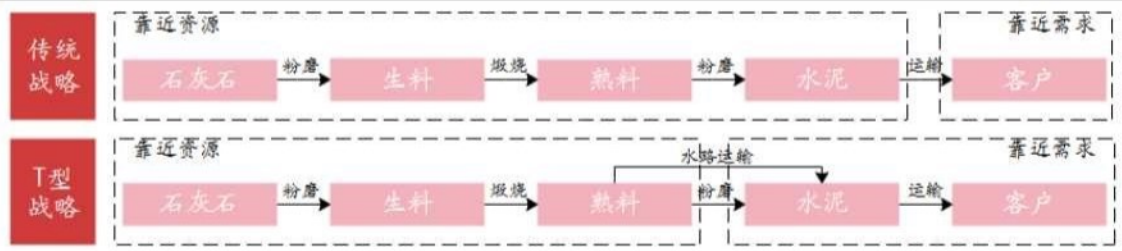


资料来源：公司年报，中银证券

## 物流运输、成本管控、矿山资源、区域格局领先同行

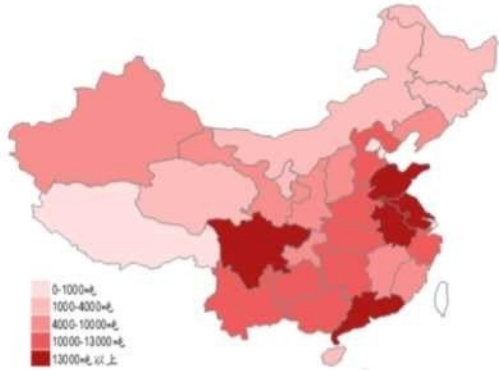
**T型战略降低成本，长三角成本优势难以撼动：**“T”的横代表沿海，竖代表沿江。T型战略指在长江沿岸石灰石资源丰富的地方集中兴建大型熟料基地，且自有控制30余个码头运输水泥与熟料，通过长江大幅提升产品覆盖地域范围，在资源稀缺但水泥市场较大的沿海地区低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站，就地生产水泥，并直接销往需求旺盛的东部市场，形成“熟料基地—长江—粉磨站”模式，是传统的“工厂—公路—工地”模式无法相比的。这种战略模式成功解决了水泥企业所遇到的“运输成本高，销售区域受限”的瓶颈问题。同时华东地区是全国水泥需求最为旺盛的地区，公司通过T型战略建立起来的成本优势将竞争对手排除在外。

图表 10. 海螺水泥的 T 型战略



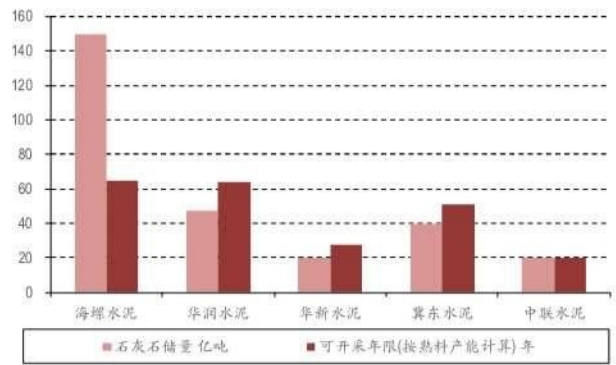
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 长三角是我国水泥需求最旺盛的区域



资料来源：同花顺 iFind，中国水泥网，中银证券

图表 12. 海螺水泥矿山储备领先同行



资料来源：公司公告，中国水泥网，中银证券

**生产规模效应显著，物流配送网络提升运营效率：**公司水泥产能达到 3.7 亿吨，在全国范围内仅次于中国建材。庞大的生产规模带来巨大的规模效应，无论是单吨利润指标还是吨成本吨费用指标，公司都明显领先同行其他上市公司。同时公司雄厚的实力不断收购长江中下游的码头以及小型粉磨站，已经形成高效的物流配送网络。公司近年来吨费用已经降到 15 元以下，而部分同行费用还在 50 元左右的水平。

图表 13. 海螺水泥吨经营利润明显领先同行(单位:元/吨)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 海螺水泥吨成本+吨费用明显低于同行(单位:元/吨)



资料来源：公司年报，中银证券

**矿山储量领先同行，开采利用价值极高：**公司石灰石矿山储量达到 150 亿吨，远远领先同行，按照当前产能可开采年限达到 60 年，且大多数是沿江资源位于安徽省内，开采利用价值极高。随着矿山开采资格逐步收紧，骨料价格逐步提升，公司储备的矿山资源本身也具有极高价值。

### 贸易平台应对海外熟料，重点发展骨料和海外业务

**海中贸易平台应对海外熟料冲击，逐步获取沿江熟料定价权：**2017 年以来，伴随着水泥供给侧改革，熟料资源化属性凸显，华东熟料价格领跑全国，甚至出现熟料和粉末价格倒挂的现象。越南和东北熟料价格便宜，通过海运直接抵达华东沿海，对华东熟料价格造成一定冲击并扰乱当地水泥市场秩序。海螺水泥自身拥有 30 余个沿江码头，借助自身优势开展贸易业务成立海中贸易平台承接海外熟料，并加大自身粉末产能消化熟料冲击，从而逐步获取沿江熟料定价权。2020 年，公司贸易业务规模达到 410.7 亿元，增速为 7.1%。

图表 15. 随着进口熟料增长公司贸易业务快速增长



资料来源：公司年报，中银证券

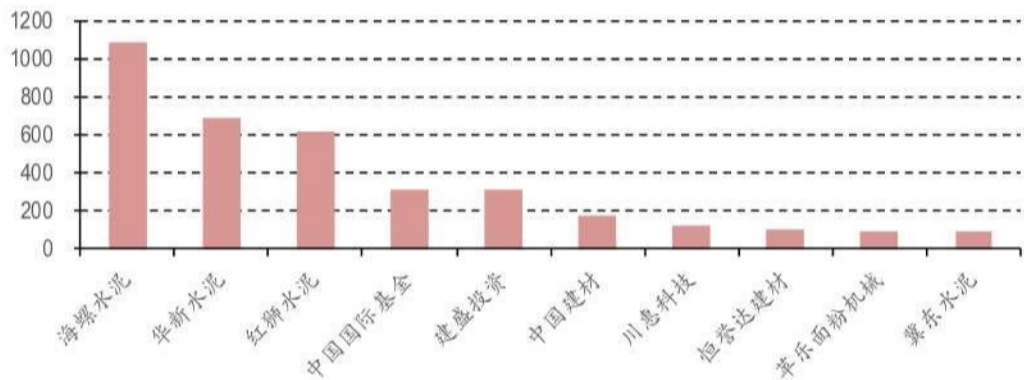
图表 16. 公司骨料产能逐年增加



资料来源：公司年报，中国水泥网，中银证券

**河砂禁采凸显矿山资源属性，公司依托雄厚储备发展骨料业务：**随着 2018 年以来全国范围内禁采河砂逐步推进，砂石骨料供应短缺，价格明显提升。矿山资源属性进一步凸显。公司依托自身雄厚的矿山储备发展骨料业务。截至 2020 年，公司骨料产能规模为 5,830 万吨，营收规模为 10.3 亿元，毛利率高达 68.3%。

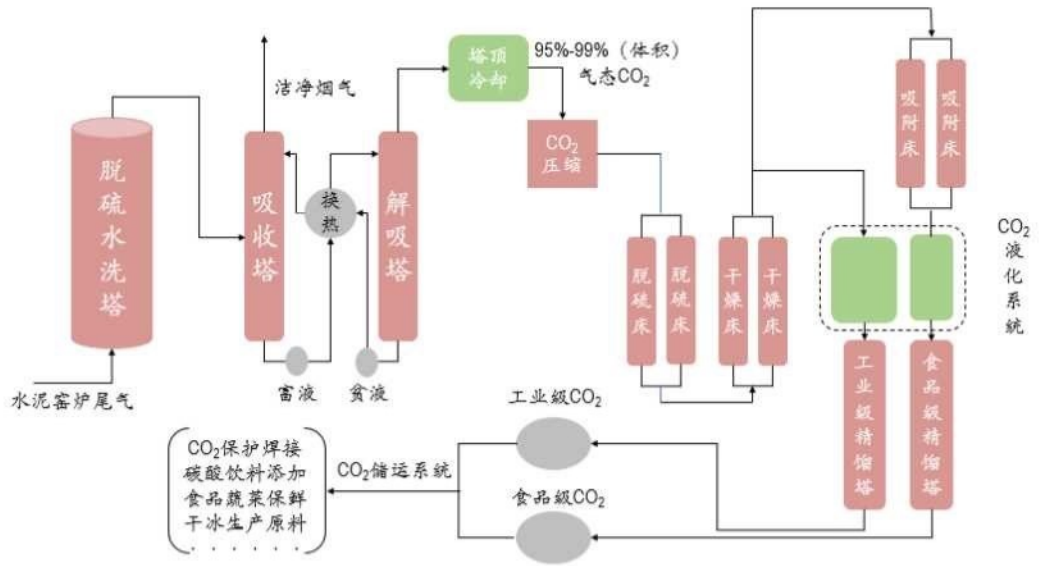
图表 17. 公司海外战略发展领先同行，海外熟料产能规模遥遥领先(单位:万吨)



资料来源：公司公告，中银证券

**水泥海外战略的先行者，海外产能规模领先同行：**公司是最早开始投资海外产能的水泥企业，2011 年就在印尼南加建立了第一个生产基地。随着国家“一带一路”战略的不断推进，海螺水泥也在不断进行海外市场布局。2020 年公司海外市场营收达 27.1 亿元，占营收总额的 7.9%。海螺水泥的海外产能主要分布于印尼、柬埔寨、缅甸、老挝等国，其中在印尼的熟料产能占比最高。2020 年，公司海外产能达到 1,094 万吨，遥遥领先其他竞争对手。

图表 18. 公司通过化学吸收装置降低碳排放



资料来源：公司公告，中银证券

**水泥碳中和领跑者，提出水泥行业碳捕捉方案：**水泥行业作为碳排放大户，双碳目标提出后成为重点压降碳排放对象。公司率先在行业中提出碳捕捉方案降低碳排放。方案主要分为两步：第一步是CO<sub>2</sub>捕集：水泥窑烟气通过引风机送入脱硫水洗塔底部，分别经过水洗降温、脱硫净化等过程后进入吸收塔底部并进一步吸收形成富液，在解吸塔内解吸出纯度95%以上的CO<sub>2</sub>；第二步是CO<sub>2</sub>纯化精制过程：CO<sub>2</sub>气体从解吸塔顶部引出，经冷凝、分水、压缩、干燥等流程后形成高纯度的工业级和食品级CO<sub>2</sub>。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	157,030	176,243	194,827	203,322	214,285
销售成本	104,760	124,848	140,298	146,250	153,982
经营费用	10,561	9,619	11,884	12,403	13,071
息税折旧前利润	47,730	49,782	50,793	53,446	56,660
折旧及摊销	5,271	5,430	6,731	7,376	8,050
经营利润(息税前利润)	42,459	44,353	44,062	46,070	48,610
净利息收入/(费用)	1,338	1,515	922	1,485	2,056
其他收益/(损失)	1,966	2,488	2,167	2,167	2,167
税前利润	43,798	45,867	44,984	47,554	50,666
所得税	10,205	10,738	10,273	10,854	11,558
少数股东权益	759	1,240	673	684	703
净利润	33,593	35,130	34,711	36,701	39,108
核心净利润	31,627	32,642	32,544	34,534	36,941
每股收益(人民币)	6.339	6.629	6.550	6.926	7.380
核心每股收益(人民币)	5.968	6.160	6.141	6.517	6.971
每股股息(人民币)	1.200	1.690	1.970	2.080	2.210
收入增长(%)	22	12	11	4	5
息税前利润增长(%)	8	4	(1)	5	6
息税折旧前利润增长(%)	8	4	2	5	6
每股收益增长(%)	13	5	(1)	6	7
核心每股收益增长(%)	6	3	(0)	6	7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	54,721	58,794	86,883	114,886	143,748
应收帐款	13,272	7,806	8,529	8,834	9,240
库存	5,572	7,002	7,729	8,038	8,448
其他流动资产	19,938	30,975	30,975	30,975	30,975
流动资产总计	93,503	104,575	134,115	162,733	192,409
固定资产	58,858	62,720	64,425	65,819	66,935
无形资产	9,979	13,710	13,253	12,796	12,339
其他长期资产	12,450	11,093	11,168	11,311	11,481
长期资产总计	81,287	87,523	88,847	89,927	90,756
总资产	174,791	192,099	222,961	252,660	283,165
应付帐款	7,304	4,786	5,421	5,665	5,983
短期债务	2,942	1,982	1,982	1,982	1,982
其他流动负债	13,682	9,002	12,780	14,223	14,510
流动负债总计	23,927	15,770	20,183	21,870	22,475
长期借款	3,871	3,310	3,310	3,310	3,310
其他长期负债	4,671	4,802	6,308	7,958	9,759
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
储备	137,021	162,918	187,861	214,223	242,323
股东权益	142,320	168,217	193,161	219,523	247,622
少数股东权益	4,959	6,395	7,067	7,751	8,454
总负债及权益	174,791	192,099	222,961	252,660	283,165
每股帐面价值(人民币)	25.92	30.54	35.12	39.96	45.13
每股有形资产(人民币)	30.80	33.39	39.30	44.99	50.84
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.16)	(9.19)	(14.21)	(19.18)	(24.29)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	43,798	45,867	44,984	47,554	50,666
折旧与摊销	5,271	5,430	6,731	7,376	8,050
净利息费用	(1,338)	(1,515)	(922)	(1,485)	(2,056)
运营资本变动	(13,498)	5,058	(2,963)	(1,072)	210
税金	20,563	19,979	6,728	9,576	11,382
其他经营现金流	(41,053)	(29,907)	(16,101)	(19,373)	(21,714)
经营活动产生的现金流	40,738	34,797	44,384	44,720	46,118
购买固定资产净值	8,651	9,970	8,054	8,456	8,878
投资减少/增加	13,037	19,801	(1,267)	(1,267)	(1,267)
其他投资现金流	999	2,109	1,457	2,018	2,586
投资活动产生的现金流	(20,689)	(27,663)	(5,330)	(5,171)	(5,025)
净增权益	731	(484)	0	0	0
净增债务	1,032	(1,364)	0	0	0
支付股息	6,359	8,956	10,440	11,023	11,711
其他融资现金流	(3,316)	(2,423)	(524)	(522)	(520)
融资活动产生的现金流	(7,912)	(13,227)	(10,964)	(11,545)	(12,231)
现金变动	12,156	(6,192)	28,089	28,003	28,861
期初现金	34,565	54,721	58,794	86,883	114,886
公司自由现金流	20,049	7,135	39,053	39,548	41,093
权益自由现金流	17,766	3,347	38,529	39,026	40,573

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	30.4	28.2	26.1	26.3	26.4
息税前利润率(%)	27.0	25.2	22.6	22.7	22.7
税前利润率(%)	27.9	26.0	23.1	23.4	23.6
净利率(%)	21.9	20.6	18.2	18.4	18.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.9	6.6	6.6	7.4	8.6
利息覆盖率(倍)	35.7	32.9	55.1	36.0	27.6
净权益负债率(%)	(30.4)	(29.0)	(39.0)	(46.3)	(52.0)
速动比率(倍)	3.7	6.2	6.3	7.1	8.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.5	7.2	7.3	6.9	6.5
核心业务市盈率(倍)	8.0	7.7	7.8	7.3	6.8
市净率(倍)	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	12.6	35.4	6.5	6.4	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.3	5.1	5.0	4.7	4.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	13.0	14.5	14.5	14.4	14.4
应收帐款周转天数	30.9	16.2	16.0	15.9	15.7
应付帐款周转天数	25.4	14.0	14.1	14.1	14.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	18.9	25.5	30.1	30.0	29.9
净资产收益率(%)	24.1	21.6	18.3	17.0	16.1
资产收益率(%)	19.7	18.9	15.9	14.8	14.1
已运用资本收益率(%)	21.2	19.1	16.6	15.3	14.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测