

海螺水泥(600585.SH)

水泥价格或现韧性，龙头地利人和齐具

推荐（首次）

现价：40.78元

主要数据

行业	建筑材料
公司网址	www.conch.cn
大股东/持股	安徽海螺集团有限责任公司 /36.40%
实际控制人	安徽省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	5,299
流通A股(百万股)	4,000
流通B/H股(百万股)	1,300
总市值(亿元)	2,070
流通A股市值(亿元)	1,631
每股净资产(元)	32.58
资产负债率(%)	15.5

行情走势图



证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENG NANHONG873@pingan.com.cn



平安观点：

- **海螺水泥为国内水泥行业领军者。**公司主要从事水泥熟料、骨料及混凝土生产销售，2021H1 水泥和熟料合计净销量 2.08 亿吨，同比增 11.49%，2021 年末熟料产能 2.7 亿吨、水泥产能 3.8 亿吨，单品牌水泥产能高居世界第一，行业内享有“世界水泥看中国、中国水泥看海螺”的美称。2002-2020 年归母净利润从 2.6 亿元升至 351.3 亿元，CAGR 达 31%。
- **行业静待需求复苏，供给、成本推动价格或具韧性。**近期长三角沿江、两广、皖、川部分区域水泥、熟料价格上调 20-80 元/吨。我们认为，受地产投资承压、天气不佳影响，水泥需求尚未复苏，涨价或因库存偏低、煤电成本上升背景下，部分地区节后复工所致。往后看，考虑：1) 需求端，专项债提前发行、地方项目密集开工下，三月后基建投资有望发力，地产政策亦持续纠偏，或带动需求边际改善；2) 供给端，短期因错峰生产趋严，水泥库存偏低，中长期看产能供给趋于收缩、竞争格局向好，促使供需相对平衡；3) 成本端，煤电成本较高、水泥厂家涨价意愿强，供需本三方推动下，后续水泥价格具备韧性，涨价范围有望逐步扩大，全年看水泥价格中枢存在高于 2021 年可能，后续需密切关注基建落地情况。
- **区域布局得天独厚，成本运营出类拔萃。**公司兼具多方优势：1) **市场优势：**公司华东、中南产能占比超七成，华东、两广地区产能市占率约 21%、19%。该类区域经济活跃，需求更具韧性，且产能利用率较高，供需更均衡，2018 年以来华东、中南水泥价格更高。公司亦加大粉磨站扩张力度，2014-2021 年水泥产能增 1.2 亿吨，熟料仅增 0.6 亿吨，并扩展贸易业务（2020 年销量 1.28 亿吨，占比 28%），增强市场话语权。2) **成本优势：**公司吨毛利长期处行业靠前水平，在市场下行期更具盈利保障，一是因安徽石灰岩资源丰富，公司较早大幅收购矿产，原材料成本较低，二是产线规模较大、节能减排技术占优，单位能耗较低，三是规模优势带来上下游议价能力提升。3) **运营优势：**公司通过“T”型战略、长江水运降低运输成本、扩大生产销售半径，解决行业“运输成本高，销售区域受限”问题；同时经营管理效率高，2021 年前三季度期间费用率仅 4.8%，尤其是管理、财务费率优势更为明显。4) **绿电优势：**新能源产业发展初见成效，2021 年光伏发电 1.63 亿度，与主业实现良好协同发展。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	157030	176243	188710	200311	201037
YOY(%)	22.3	12.2	7.1	6.1	0.4
净利润(百万元)	33593	35130	34352	35759	36593
YOY(%)	12.7	4.6	-2.2	4.1	2.3
毛利率(%)	33.3	29.2	26.4	25.6	26.4
净利率(%)	21.4	19.9	18.2	17.9	18.2
ROE(%)	24.5	21.7	18.3	16.6	15.1
EPS(摊薄/元)	6.34	6.63	6.48	6.75	6.91
P/E(倍)	6.4	6.2	6.3	6.0	5.9
P/B(倍)	1.6	1.3	1.2	1.0	0.9

- **投资建议：**从行业层面看，中央稳增长诉求下，后续基建有望发力，带动水泥需求边际改善，叠加供给收缩、成本维持高位，促使水泥价格保持韧性，全年看价格中枢存在高于 2021 年可能，中长期看“双碳”目标下，水泥产能供给趋于收缩，带动行业供需格局保持紧平衡，盈利水平有望保持良好。从公司层面看，海螺作为水泥行业领军者，重点布局华东、华南地区，区域布局得天独厚，市场需求更具韧性，同时成本管控、运营效率长期保持行业领先水平，分红比例、股息率亦常年保持 30%、4%左右，具备一定吸引力。我们看好公司后续表现，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 6.48 元、6.75 元、6.91 元，当前股价对应 PE 分别为 6.3 倍、6.0 倍、5.9 倍，**首次覆盖给予公司“推荐”评级。**

- **风险提示：**1) 基建、房地产投资低于预期，影响水泥行业需求：地产基本面承压背景下，若后续政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产投资、开工修复水平与速度，既而影响水泥需求规模与价格表现；基建投资同理，若未能及时发挥稳经济作用，亦可能导致水泥等建材需求释放不及预期。2) 原材料、燃料价格继续上涨，利润率进一步承压风险：当前煤炭价格维持 1000 元左右高位，电力成本亦有所上升，水泥生产成本端压力较大，若后续煤炭、电力价格继续上涨，将导致公司利润率进一步承压。3) 骨料、新能源等业务发展不及预期：公司近年积极拓展骨料石子、混凝土、新能源等业务，以促进与主业协同发展并打开未来成长空间，但业务模式与水泥熟料存在差异，存在相关业务发展不及预期的风险。

正文目录

一、 海螺水泥为国内水泥行业领军者	6
1.1 历史发展：海螺水泥为我国水泥行业领军者	6
1.2 业绩表现：上市以来业绩屡创新高	7
1.3 股权结构：安徽省国资委为实际控制人	9
二、 行业静待需求复苏，供给、成本推动价格或具韧性	9
2.1 部分地区水泥价格反弹，展望后市价格存在韧性	9
2.2 需求端：尚未明显复苏，但基建发力下有望边际改善	11
2.3 供给端：错峰生产与产能置换趋严，供给格局向好	14
2.4 成本端：煤炭价格维持高位，对水泥价格形成支撑	16
三、 区域布局得天独厚，成本运营出类拔萃	17
3.1 市场优势：华东、华南需求韧性足，并增强市场话语权	17
3.2 成本优势：矿石资源丰富、产线技术占优、规模优势明显	21
3.3 运营优势：长江水运奠定运输优势，管理效率行业居前	22
3.4 绿电优势：积极布局新能源，实现与主业协同发展	24
四、 投资建议	25
五、 风险提示	27

图表目录

图表 1	公司重要历史事件一览	6
图表 2	代表世界最先进生产水平之一的芜湖海螺日产 12000 吨生产线	6
图表 3	公司水泥、熟料产能与销量持续增长	7
图表 4	2020 年全国水泥熟料产能 TOP10	7
图表 5	公司自 2002 年登陆 A 股后营收利润屡创新高	8
图表 6	海螺水泥收入结构以水泥业务为主	8
图表 7	海螺水泥各业务毛利率情况 (%)	9
图表 8	安徽省国资委是公司实际控制人 (截至 2021Q3 末)	9
图表 9	全国水泥价格近期企稳、熟料价格出现反弹	10
图表 10	多数片区水泥平均价格开始企稳甚至反弹	10
图表 11	部分地区水泥价格有所反弹	10
图表 12	百强房企 2022 年 1 月销售面积同比下降 44.4%	11
图表 13	水泥产量累计同比与地产投资同比持续下行	11
图表 14	全国水泥磨机运转率仍处低位 (%)	12
图表 15	全国水泥发运率维持低位 (%)	12
图表 16	2021 年 1 月至今重大项目月度开工额统计	13
图表 17	1 月份社融规模显著优于市场预期	13
图表 18	2021 年房地产开发投资占城镇固定资产投资完成额比重高达 27%	14
图表 19	当前水泥库容比处于较低水平	14
图表 20	2016 年以来国家频繁发文限制水泥产能	15
图表 21	TOP10 企业水泥熟料产能集中度持续提升	16
图表 22	2022 年 1 月下旬以来秦皇岛煤价保持千元左右	16
图表 23	水泥煤炭价格差回落至 2021 年上半年水平	16
图表 24	海螺水泥熟料综合成本中煤炭及动力占比过半 (单位元/吨)	17
图表 25	2021 年海螺水泥国内熟料产能分布情况 (万吨/年)	17
图表 26	2021H1 公司自产品销售业务营收的区域结构分布	18
图表 27	华东、华南城市群经济发展质量高, 人均产值水平高	18
图表 28	东部地区人口占比显著提升	19
图表 29	粤浙苏人口流入排行前列	19
图表 30	华东、中南、西南地区水泥熟料产能利用率高	19
图表 31	华东、中南地区 PO42.5 水泥市场价常年领先其他地区	20
图表 32	公司水泥、熟料产能差距逐步扩大	20
图表 33	公司贸易业务销量快速上升	21
图表 34	海螺水泥吨毛利处于行业靠前水平 (元/吨)	21
图表 35	公司矿山资源丰富	22
图表 36	公司吨熟料实物煤耗持续降低	22

图表 37	公司吨水泥综合电耗持续降低.....	22
图表 38	公司 T 型战略示意图	23
图表 39	公司期间费用率低于同行企业.....	23
图表 40	公司销售费用率在同行中处于较低水平	23
图表 41	公司管理费用率（含研发费用）低于同行企业	24
图表 42	公司财务费用率在同行中处于较低水平	24
图表 43	公司资产负债率已降至 15%左右	24
图表 44	公司加快布局新能源产业	24
图表 45	公司现金流充沛稳定.....	25
图表 46	公司盈利预测.....	26
图表 47	公司分红比例稳定在 30%左右.....	27
图表 48	公司股息率常年保持 4%左右.....	27
图表 49	公司与同类企业估值业绩比较.....	27

一、海螺水泥为国内水泥行业领军者

1.1 历史发展：海螺水泥为我国水泥行业领军者

海螺水泥为我国水泥行业领军者。安徽海螺水泥股份有限公司主要从事水泥、熟料生产和销售，公司成立于 1997 年 9 月 1 日，前身为安徽省宁国水泥厂，1996 年 9 月兼并芜湖白马山水泥厂后组建海螺集团，1997 年 10 月登陆港交所，2002 年 2 月登陆上交所（600585）。公司先后建成我国第一条日产 5000 吨国产化示范线、第一条日产万吨水泥熟料生产线，目前拥有铜陵、英德、池州、枞阳、芜湖 5 个千万吨级特大型熟料基地，以及 4 条日产 12000 吨生产线，推动中国水泥产业在技术、装备上达到世界领先水平。

图表1 公司重要历史事件一览

时间	事件
1978-10	海螺集团前身“安徽省宁国水泥厂”成立
1996-8	安徽省政府宣布成立“安徽海螺集团有限责任公司”，授予国有资产经营权
1996-9	白马山水泥厂整体承债式并入海螺集团
1997-9	海螺集团发起成立“安徽海螺水泥股份有限公司”
1997-10	海螺水泥在港交所正式上市
2002-2	海螺水泥在上交所 A 上市
2002-3	公司在铜陵建成国内第一条日产 5000 吨国产化示范线
2004	公司在铜陵、枞阳等地建成 4 条日产 1 万吨的新型干法熟料生产线
2005-6	公司首次在所有生产线上配套建设余热发电生产线
2011-6	公司与印尼工业部签署投资协议，开始布局海外业务
2017-8	公司首次荣登 2016 年度世界水泥六强榜单，名列全球第二位
2018	公司荣获 2018 年中国水泥上市公司综合实力第一名称号

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

图表2 代表世界最先进生产水平之一的芜湖海螺日产 12000 吨生产线

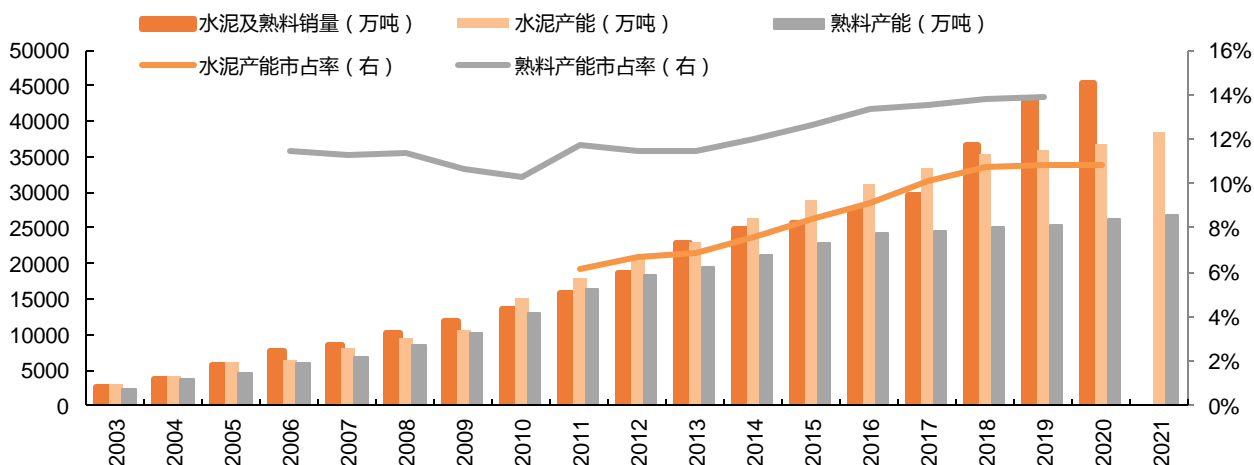


资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

海螺水泥单一品牌水泥产能高居世界第一，熟料、水泥产能分别达 2.7 亿吨、3.8 亿吨。随着公司逐步发展，主营业务已拓展为水泥、商品熟料、骨料及混凝土的生产、销售，其中水泥品种主要包括 32.5 级水泥、42.5 级水泥及 52.5 级水泥，产品广泛应用于铁路、公路、机场、水利工程等国家大型基础设施建设项目，以及城市房地产开发、水泥制品和农村市场等。2021H1 公司水泥和熟料合计净销量为 2.08 亿吨，同比增长 11.49%。截止 2021 年底，海螺水泥累计有熟料线 158 条，熟料产能

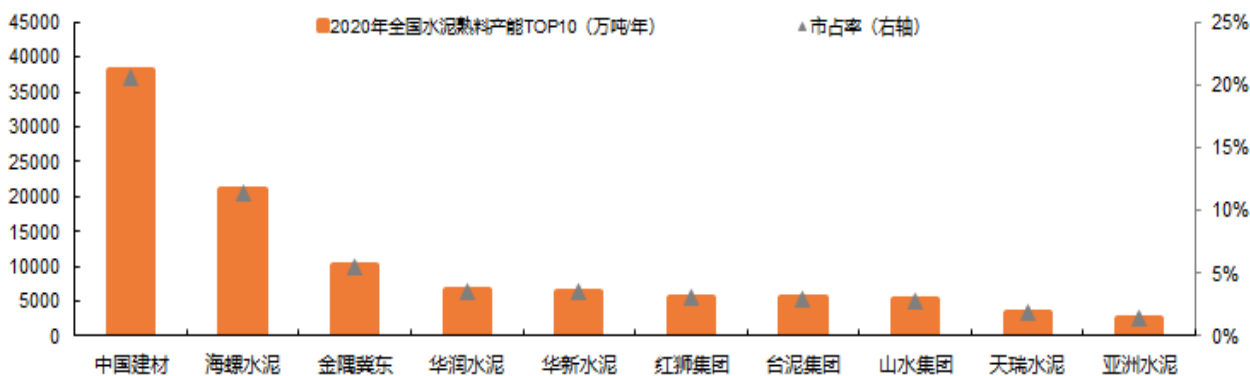
2.69 亿吨；水泥磨 409 台，水泥产能 3.84 亿吨；发电机组 125 套（含 11 套火力发电机组），装机容量 1523 兆瓦（含火力发电 214 兆瓦）；骨料项目 48 个，骨料产能 6580 万吨；商品混凝土项目 10 个，商品混凝土产能 1470 万方；装配式建筑项目 1 个，装配式建筑产能 20 万立方。公司在行业内亦享有“世界水泥看中国、中国水泥看海螺”的美称。

图表3 公司水泥、熟料产能与销量持续增长



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表4 2020年全国水泥熟料产能TOP10

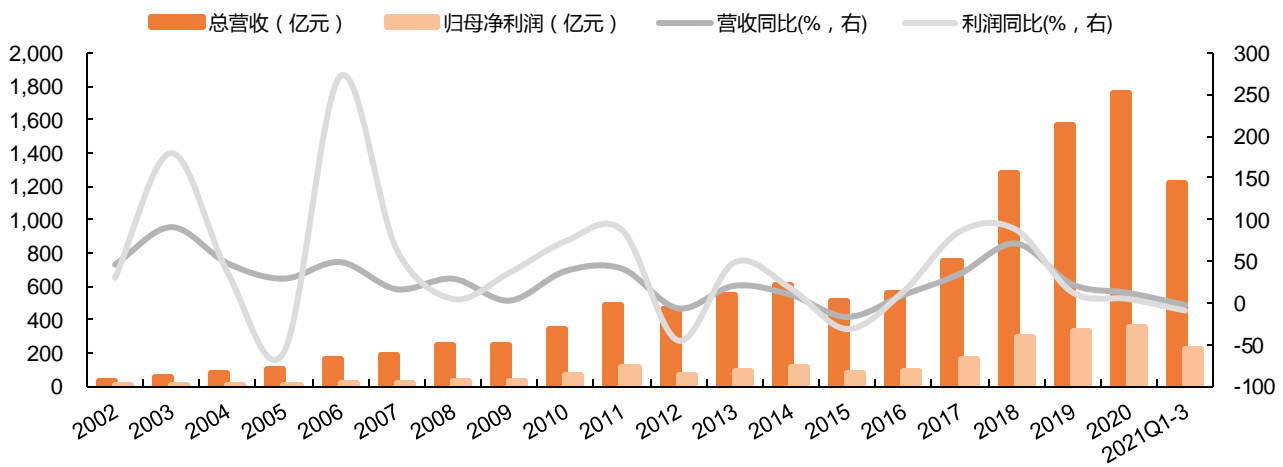


资料来源: 中国水泥网, 平安证券研究所 注: 数据来自中国水泥网, 统计口径与公司公告或存在差异

1.2 业绩表现: 上市以来业绩屡创新高

公司自 2002 年 A 股上市以来业绩屡创新高, CAGR 超过 30%。受益于公司产销规模持续扩大, 叠加区域、成本、品牌等优势, 2002-2020 年公司营收从 30.0 亿元升至 1762.4 亿元, CAGR 达 25.4%, 归母净利润从 2.6 亿元升至 351.3 亿元, CAGR 达 31.3%, 尤其是 2016 年行业供给侧改革以来, 水泥价格大幅上涨, 促使公司收入业绩显著提升。

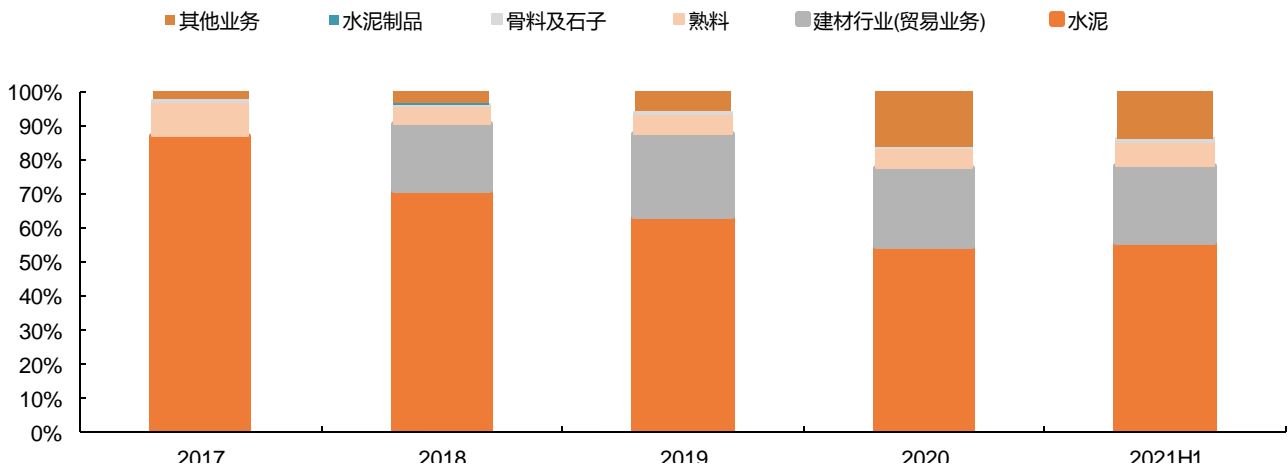
图表5 公司自 2002 年登陆 A 股后营收利润屡创新高



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

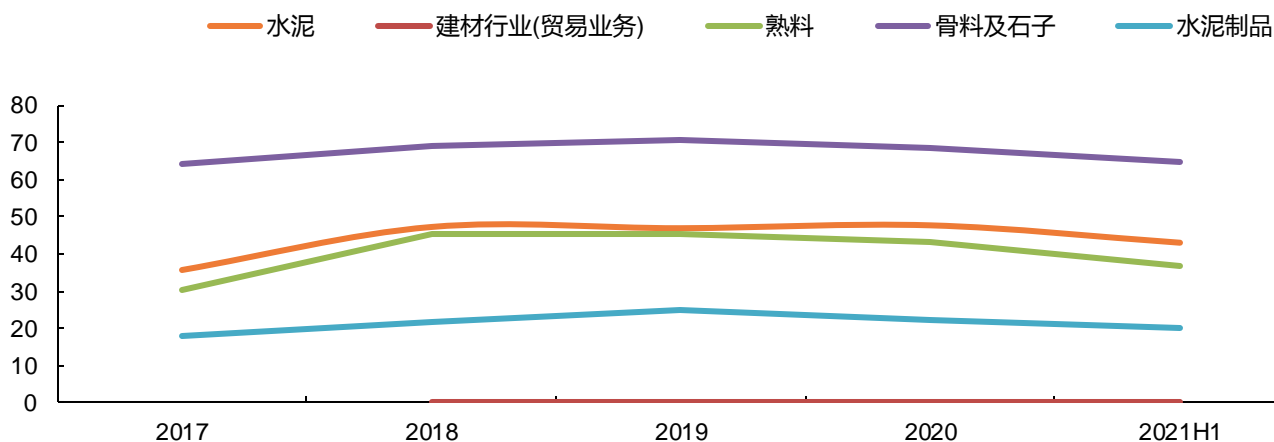
从收入结构看, 公司收入以水泥业务为主, 但建材贸易、骨料石子等贡献逐年增加。公司立足于水泥、熟料生产销售, 并逐步扩大业务范围, 包括建材贸易、骨料石子等。2021 年上半年水泥、建材贸易、熟料、骨料及石子、水泥制品分别贡献营收的 55.6%、22.5%、7.3%、0.8%、0.2%, 相应毛利率分别为 43.2%、0.2%、36.8%、64.6%、20.1%, 除建材贸易外, 其余业务毛利率均较高。

图表6 海螺水泥收入结构以水泥业务为主



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表7 海螺水泥各业务毛利率情况 (%)

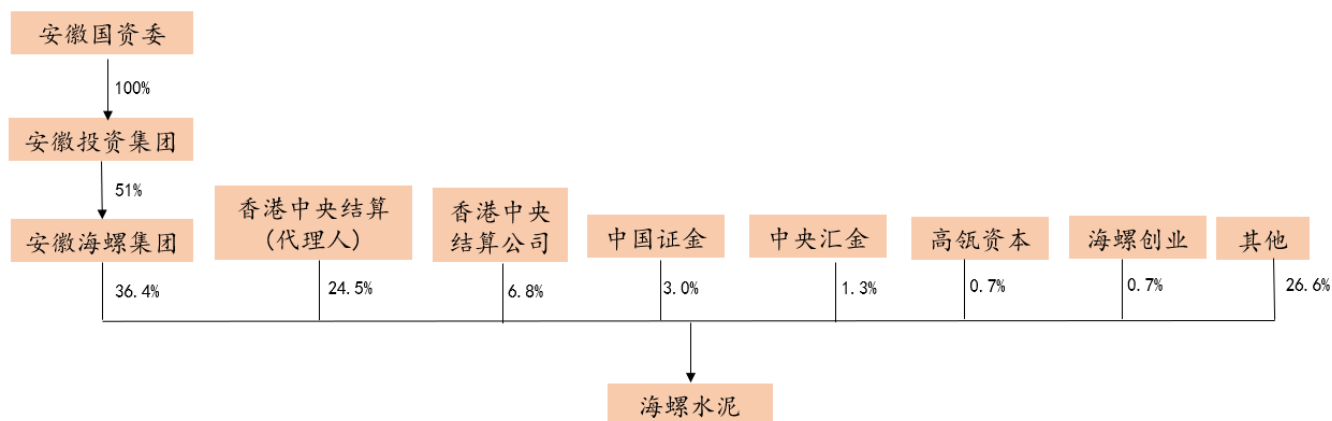


资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

1.3 股权结构：安徽省国资委为实际控制人

截至 2021Q3 末，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。另外，海螺集团员工工会及多位高管在海螺创业持股，间接持有公司股份，享受公司发展的红利。

图表8 安徽省国资委是公司实际控制人（截至 2021Q3 末）



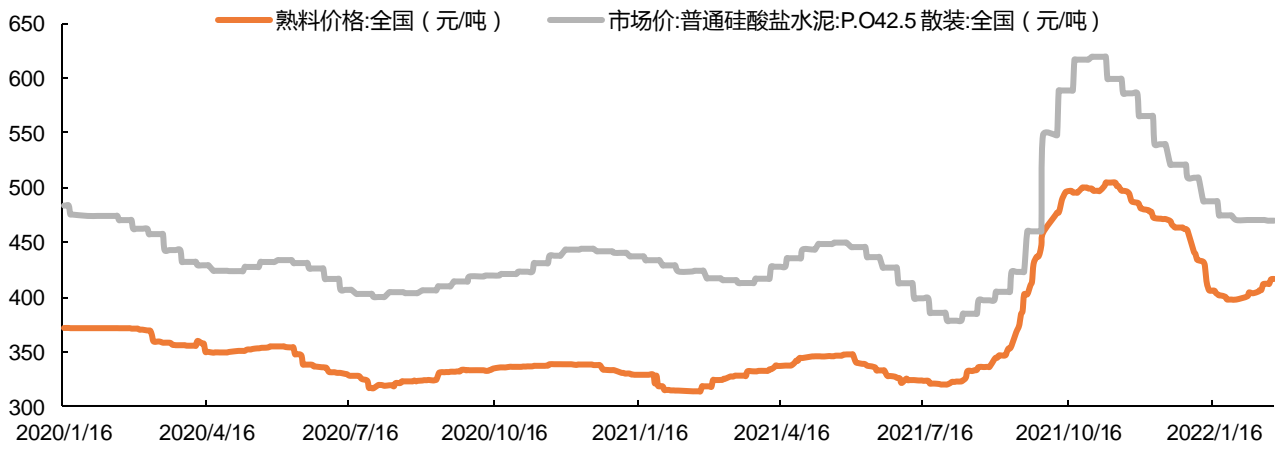
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

二、行业静待需求复苏，供给、成本推动价格或具韧性

2.1 部分地区水泥价格反弹，展望后市价格存在韧性

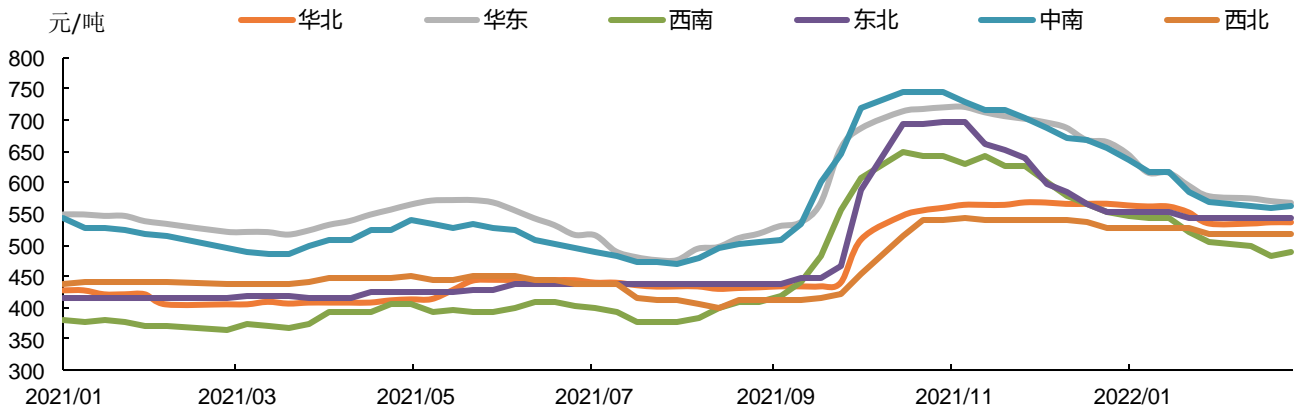
从大区看，多数片区水泥平均价格开始企稳甚至反弹。截至 2 月 25 日，华北、华东、西南、东北、中南、西北地区 P.O42.5 水泥平均价格分别为 537.2 元/吨、566.7 元/吨、489.3 元/吨、543.3 元/吨、563.2 元/吨、519.4 元/吨，环比前一周变化分别为持平、-2.9 元/吨、5.8 元/吨、持平、5 元/吨、2 元/吨，其中华北地区较 2 月 11 日低点亦增加 2 元/吨。

图表9 全国水泥价格近期企稳、熟料价格出现反弹



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表10 多数片区水泥平均价格开始企稳甚至反弹



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

从具体区域看, 长三角沿江、两广、皖、川部分区域水泥、熟料价格上调。据数字水泥网调研, 2月15日长三角沿江地区水泥熟料价格第二轮上调, 幅度30元/吨, 广东、广西、安徽、四川部分区域部分厂家通知上调水泥价格20-40元/吨。

图表11 部分地区水泥价格有所反弹

地区	价格表现
长三角沿江地区	2月15日, 长三角沿江地区水泥熟料价格第二轮上调, 幅度30元/吨, 沿江装船离岸价430元/吨。
广东	继11日粤东地区熟料价格上调30元/吨后, 18日起粤北及珠三角地区厂家通知上调熟料价格20-30元/吨左右
广西	18日桂林地区部分厂家通知上调水泥价格20-40元/吨左右, 其中高标水泥涨幅20元/吨
安徽	18日起皖北蚌埠、阜阳等地一些厂家开始通知上调水泥价格30-40元/吨左右, 区域其余同业预计稍晚跟进
四川	16日起广元、巴中地区部分厂家通知上调水泥价格30元/吨

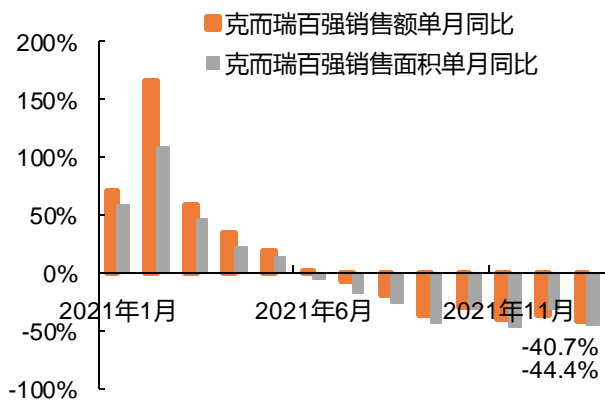
资料来源: 数字水泥网, 平安证券研究所

我们认为，当前水泥下游需求尚未复苏，近期部分地区水泥价格上调，或因库存偏低、煤电成本上升背景下，部分地区春节假期后复工所致。往后看，随着企业施工恢复正轨，基建端有望发力、对冲地产下行压力，带动需求边际改善；同时，供给端受库存较低、错峰生产趋严、产能供给收缩影响，加上煤电成本较高、水泥厂家涨价意愿强，需求、供给、成本三方推动下，后续水泥价格具备韧性，涨价范围有望逐步扩大，若基建投资如期改善，全年来看水泥价格中枢存在高于 2021 年可能。接下来我们从需求、供给、成本三个维度进行具体分析。

2.2 需求端：尚未明显复苏，但基建发力下有望边际改善

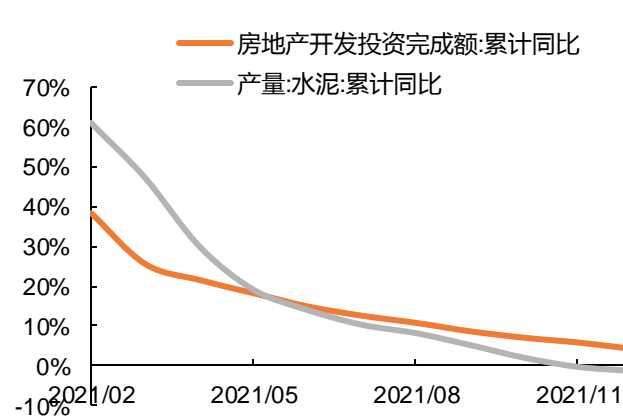
地产投资承压，叠加节后天气不佳、拖累复工节奏，水泥下游需求尚未复苏。2021 年 9 月以来房企频繁违约，加剧居民对房价、交付的担忧，2022 年 1 月百强房企销售金额、销售面积同比下降 40.7%、44.4%，降幅较 2021 年 12 月进一步扩大。销售下行进一步拖累房企资金压力，影响拿地投资热情。2021 年 12 月房地产单月投资同比降 13.9%，热点城市第三轮集中土拍多以底价成交、流拍率居高不下。此外，春节过后全国天气表现不佳，尤其华东地区雨雪天气较多，一定程度拖累各地复工复产节奏。受此影响，全国水泥磨机运转率、发运率维持低位，表明需求尚未明显复苏。

图表12 百强房企 2022 年 1 月销售面积同比下降 44.4%



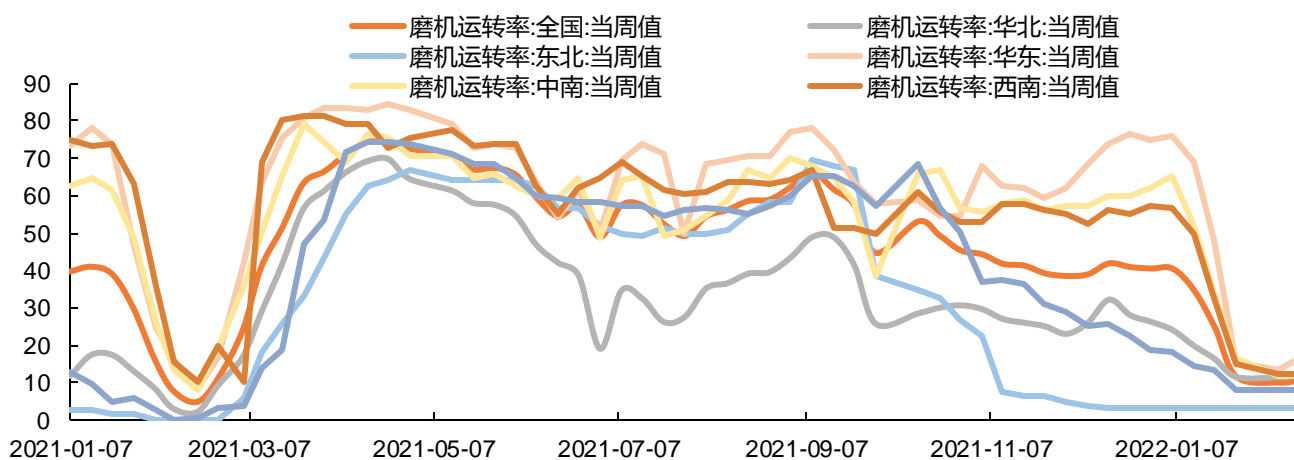
资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表13 水泥产量累计同比与地产投资同比持续下行



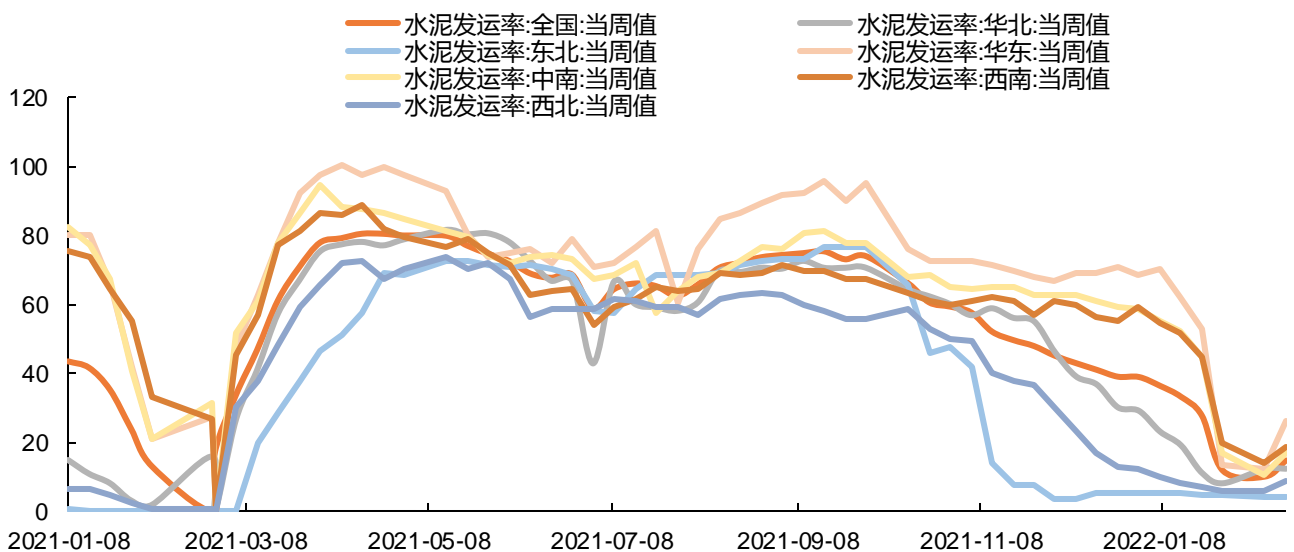
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表14 全国水泥磨机运转率仍处低位 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 全国水泥发运率维持低位 (%)

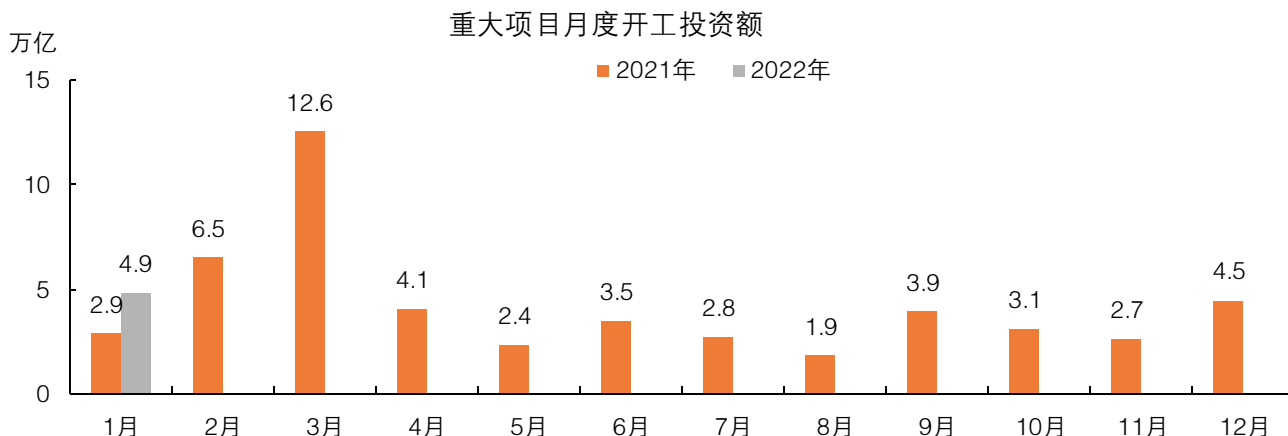


资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

考虑中央稳增长诉求强烈，后续基建有望发力，地产政策亦持续纠偏，水泥需求有望边际改善。

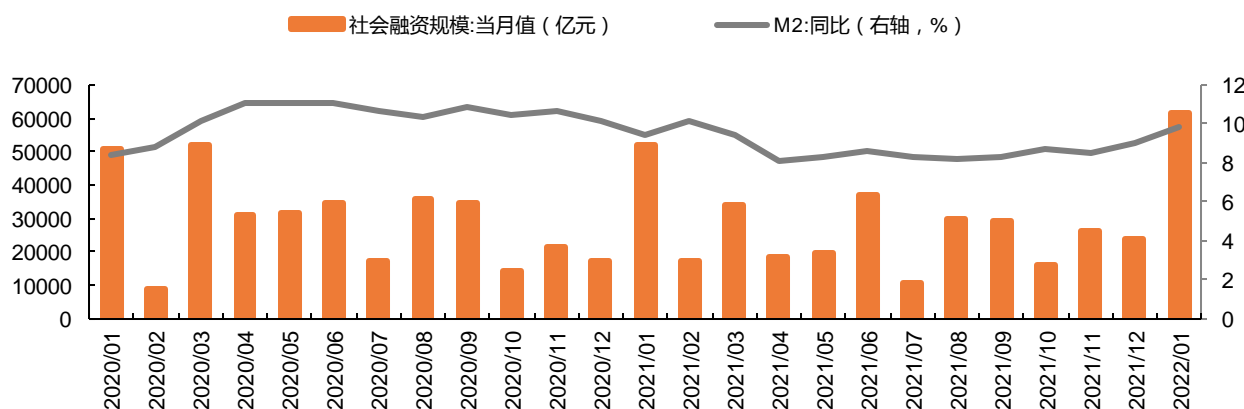
基建方面，2021年12月中央经济工作会议提出“适度超前开展基础设施投资”，同期全国发展和改革工作会议提出“扎实推进‘十四五’规划102项重大工程项目建设”。进入2022年后，各省市自治区陆续公布2022年重大项目的投资计划，发布时间与开工明显早于往年。据Mysteel不完全统计，2022年1月全国20个省市自治区共开工6634个项目，总投资额4.9万亿，同比增长68%。1月社融数据亦显著好于市场预期，印证基建托底经济意图，考虑资金落地到项目开工存在一定时滞，预计三四月后基建投资有望逐步改善。

图表16 2021年1月至今重大项目月度开工额统计



资料来源: Mysteel, 平安证券研究所

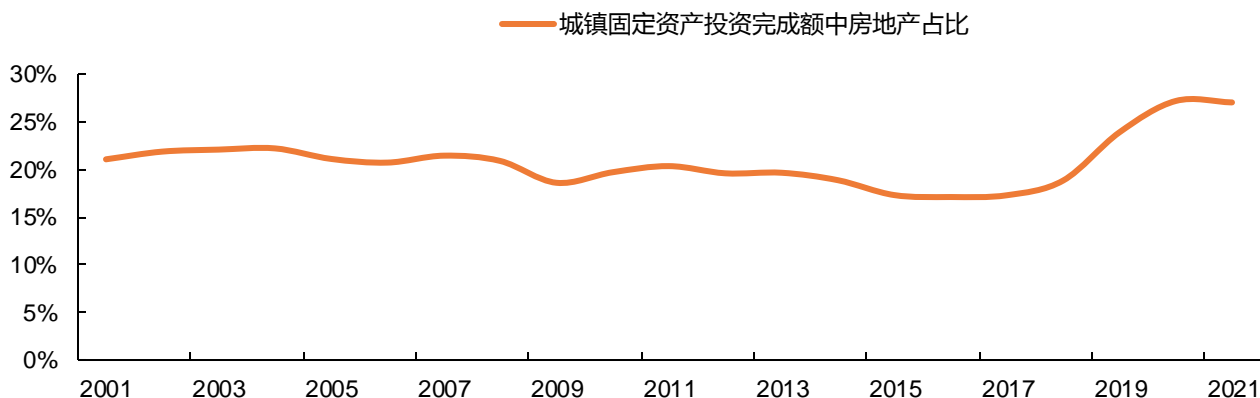
图表17 1月份社融规模显著优于市场预期



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

地产方面，房地产作为国内经济的支柱产业，2021年房地产开发投资占城镇固定资产投资完成额比重高达27%，经济稳增长离不开地产企稳。实际上，2021年12月政治局会议、中央经济工作会议提出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”以来，地产政策环境持续改善：1) 居民端，加大按揭支持，房贷利率持续下行，放款效率显著提高，以及首付比例适度调整（如菏泽、重庆、赣州等地首付最低降至20%）；2) 企业端，鼓励收并购，近期多家银行发行并购债券，同时据财联社报道，全国性商品房预售资金监管办法出台，有望纠偏地方对预售监管金的过度监管，缓解房企资金端压力。站在当前时点，金融机构、购房者信心不足，信心重塑仍是打破困境关键，预计政策端仍将加大力度，为市场注入信心。

图表18 2021年房地产开发投资占城镇固定资产投资完成额比重高达27%



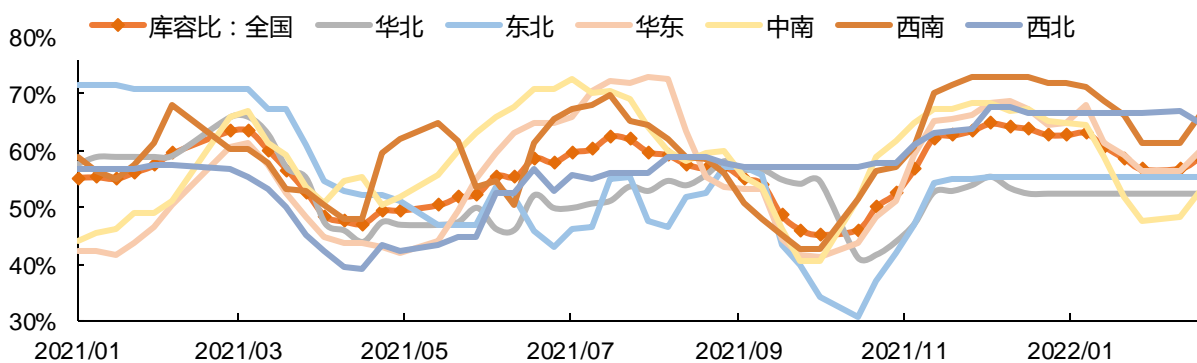
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 供给端：错峰生产与产能置换趋严，供给格局向好

短期来看，受错峰生产趋严等影响，当前水泥库存较低，价格对需求反映更为敏锐。

- 错峰生产要求趋严。**2016年5月，国务院办公厅发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，提出在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产；2016年10月工信部、生态环境部联合发布《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，要求北方15省进行错峰生产，其他省市结合实际情况开展；2020年12月工信部、生态环境部发布《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》，要求**全国所有生产线都应进行错峰生产**，并加强惩处力度。受此影响，**2022年江苏、贵州、江西等多地都延长错峰时长**，如江苏2022年要求39条生产线全年停窑总天数不少于70天，较2021年增加10天；贵州要求水泥企业停窑不少于150天，较2021年增加50天，江西亦较2021年增加15天。
- 当前水泥库存较低。**水泥库容比自2021年12月以来呈现下行趋势，2022年春节假期后第二周小幅反弹，截至2022年2月18日全国库容比约59%，仍低于上年春节假期后第二周63%水平，其中华北、东北、华东、中南、西南、西北分别为53%、55%、60%、53%、66%、65%，上年春节假期后两周分别为66%、71%、61%、67%、60%、55%。

图表19 当前水泥库容比处于较低水平



资料来源: 中国水泥网, 平安证券研究所

中长期看，水泥产能供给趋于收缩、竞争格局向好，有助于对冲需求下行压力、促进供需平衡。

- 1) **政策严控新增产能，置换比例提高。**2016年5月，国务院办公厅发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，提出2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目。此后中央频繁发文限制水泥新增产能、实行等量或减量置换。2021年7月工信部发文提高水泥项目产能置换比例，**大气污染防治重点区域水泥项目由1.5:1调整至2:1，非大气污染防治重点区域由1.25:1调整至1.5:1。**
- 2) **生产能耗要求提高，进一步压缩产能。**2021年11月发改委发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》，其中规定，水泥熟料能效标杆水平为100千克标准煤/吨，基准水平117千克标准煤/吨，**到2025年水泥行业能效标杆水平以上的熟料产能比例达到30%，能效基准水平以下熟料产能基本清零。**按照电热当量算法，**截至2020年底，水泥行业能效优于标杆水平的产能约占5%，能效低于基准水平的产能约占24%。**2021年12月工信部等发布《“十四五”原材料工业发展规划》，要求到2025年水泥产品单位熟料能耗水平降低3.7%。预计“十四五”期间部分落后产能将进行减量置换，意味着水泥整体产能将进一步压缩。

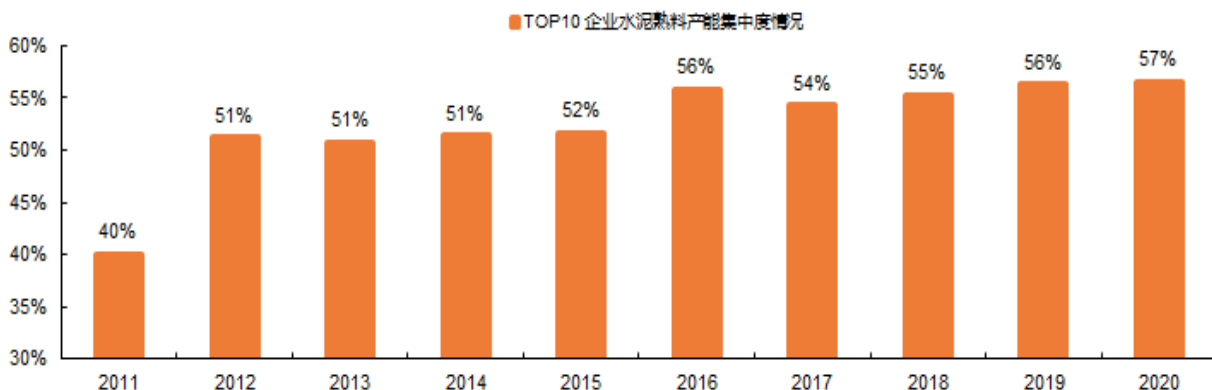
图表20 2016年以来国家频繁发文限制水泥产能

时间	颁布单位	政策	相关内容
2016.5	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》国办发〔2016〕34号)	2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右。
2016.10	工信部、生态环境部	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等15个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产
2016.12	国务院	《国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》	玻璃、水泥、钢铁、煤炭等行业实行产能等量置换或减量置换，推进平板玻璃“煤改气”、“煤改电”
2017.02	工业和信息化部、安全监管总局	《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》	组织开展水泥、玻璃行业专项督查，对落后产能进行清理整顿。
2018.08	工信部、发改委	《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃新增产量的通知》	严格把控平板玻璃建设项目备案源头关口，不得以其他任何名义、任何方式备案新增平板玻璃产能的建设项目。
2020.10	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》	在产能置换要求、置换比例的确定和置换比例的例外情形方面增加了新规定
2020.12	工信部、生态环境部	《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》	全国所有生产线都应进行错峰生产；对不执行行规行约、不守信、不开展错峰生产的企业，必要时进行约谈，拒不改正的要在下一年省级工业和信息化主管部门按年度更新并公告的本地区水泥熟料生产线清单中注明，限制其生产线作为产能置换指标交易
2021.7	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	大气污染防治重点区域水泥项目由1.5:1调整至2:1，非大气污染防治重点区域由1.25:1调整至1.5:1
2021.11	发改委	《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》	水泥熟料能效标杆水平为100千克标准煤/吨，基准水平117千克标准煤/吨，到2025年水泥行业能效标杆水平以上的熟料产能比例达到30%，能效基准水平以下熟料产能基本清零
2021.12	工信部等	《“十四五”原材料工业发展规划》	到2025年水泥产品单位熟料能耗水平降低3.7%

资料来源：各政府官网，平安证券研究所

- 3) **竞争格局方面，近年行业集中度逐步提升，行业格局向好。**政策严禁新增产能、生产标准趋严推动下，近年大批低端水泥产能被淘汰。从企业数量看，据中国水泥协会统计，国内水泥企业数量从2010年约5100家降至2019年约2400家。从行业集中度看，据中国水泥网披露，2011-2020年TOP10企业水泥熟料产能集中度从40%提升至57%。**水泥龙头话语权与协同能力提升，有助于缓解过往恶性竞争局面，水泥价格弹性提高，对龙头企业形成利好。**

图表21 TOP10 企业水泥熟料产能集中度持续提升



资料来源：中国水泥网，平安证券研究所

2.4 成本端：煤炭价格维持高位，对水泥价格形成支撑

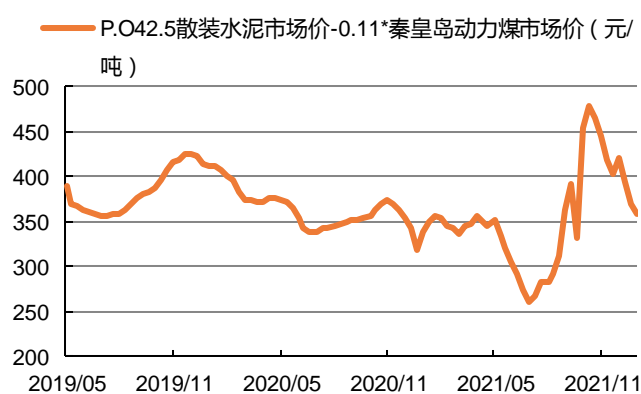
煤炭价格维持高位，对水泥价格形成支撑。尽管煤炭价格自 2021 年 10 月下旬快速回落，但此后仍维持相对高位，截至 2022 年 2 月 25 日，秦皇岛动力煤价为 940 元/吨，显著高于上年同期 574 元/吨水平，煤炭水泥价格差亦回落至 2021H1 水平，受煤炭价格维持高位影响，水泥厂家普遍提价意愿较强。

图表22 2022 年 1 月下旬以来秦皇岛煤价保持千元左右



资料来源：Wind，平安证券研究所

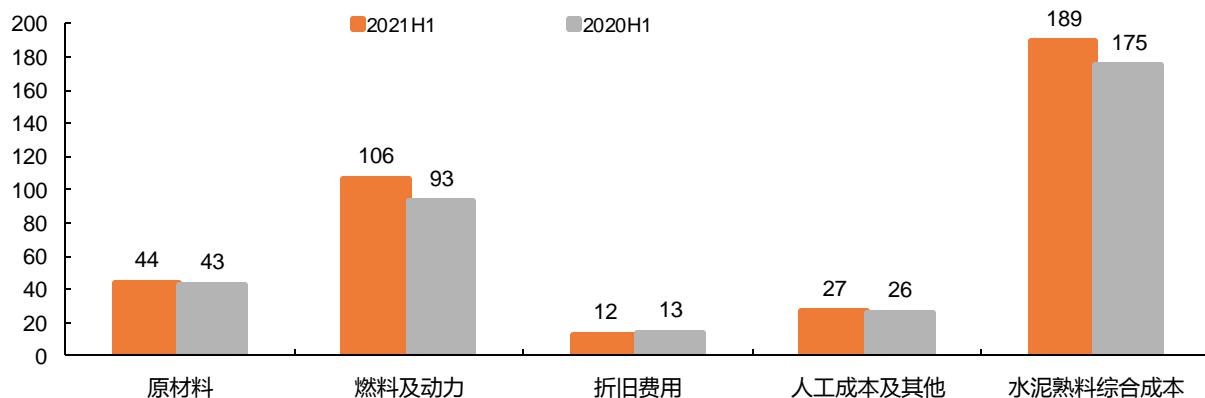
图表23 水泥煤炭价格差回落至 2021 年上半年水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

近期电价上涨将造成水泥生产成本进一步抬升。根据国家发改委《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，2021 年 10 月 15 日起有序放开燃煤发电电量上网电价及上下浮动范围，且高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制。受此影响，部分地区电价成本有所上涨，幅度 10%-80%，预计电价上涨对公司全年电价成本影响幅度约 15%左右。

图表24 海螺水泥熟料综合成本中煤炭及动力占比过半（单位：元/吨）



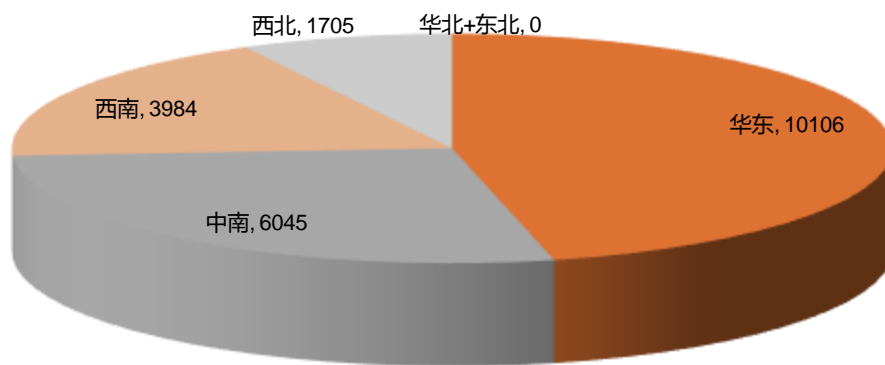
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

三、 区域布局得天独厚，成本运营出类拔萃

3.1 市场优势：华东、华南需求韧性足，并增强市场话语权

公司产能主要分布在华东、中南地区，占比超过七成。根据水泥网统计，2021年公司在华东、中南、西南、西北地区的熟料产能分别为10106万吨/年、6045万吨/年、3984万吨/年、1705万吨/年，占公司熟料产能（未包含公司海外地区产能）比重约46%、28%、18%、8%。从市占率看，公司在华东地区产能市占率超过21%，两广地区市占率约19%。

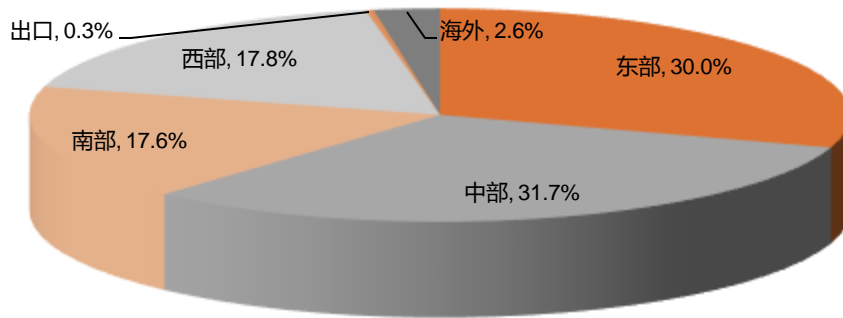
图表25 2021年海螺水泥国内熟料产能分布情况（万吨/年）



资料来源：水泥网，平安证券研究所

从收入结构看，东部、中部、南部地区2021H1营收占比近八成。2021年上半年公司自产品销售业务（即不包括建材贸易业务）收入结构中，东部、中部、南部、西部、出口、海外分别占比30.0%、31.7%、17.6%、17.8%、0.3%、2.6%。

图表26 2021H1 公司自产品销售业务营收的区域结构分布

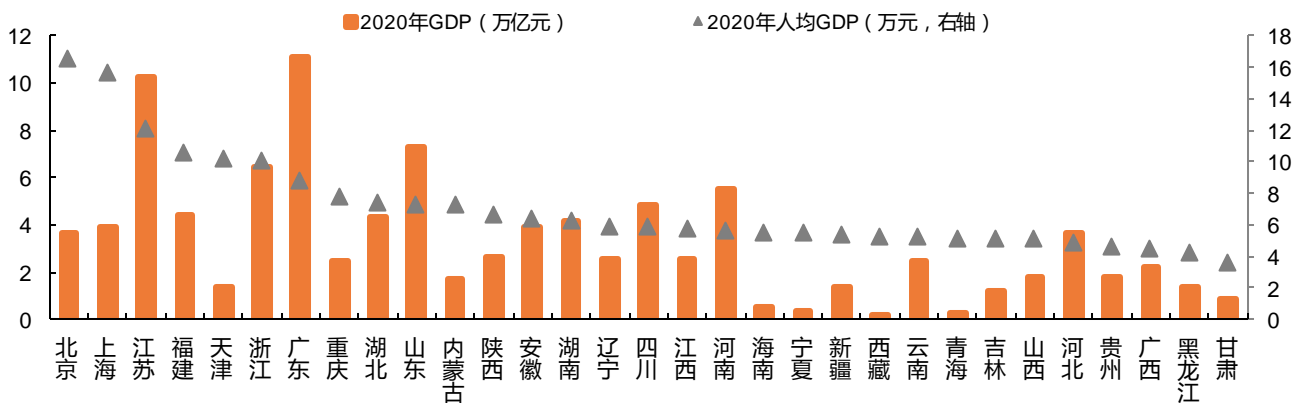


资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所 注: 东部区域主要包括江苏、浙江、上海、福建及山东等; 中部区域主要包括安徽、江西及湖南等; 南部区域主要包括广东、广西及海南; 西部区域主要包括四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西及新疆等。

公司重点布局华东、华南区域, 可充分享受区域中长期发展带来的需求韧性、以及供给压力较小的市场红利。

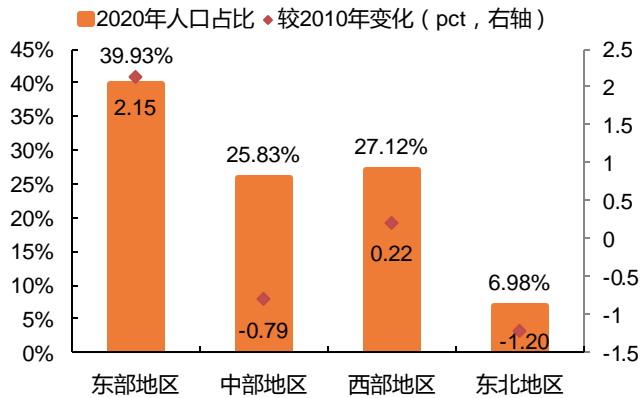
一方面, 华东、华南地区经济更加活跃, 尤其是长三角、珠三角城市群凭借良好的产业与经济发展, 吸引国内人口持续流入, 区域内的地产、基建等建设需求亦更具韧性。

图表27 华东、华南城市群经济发展质量高, 人均产值水平高



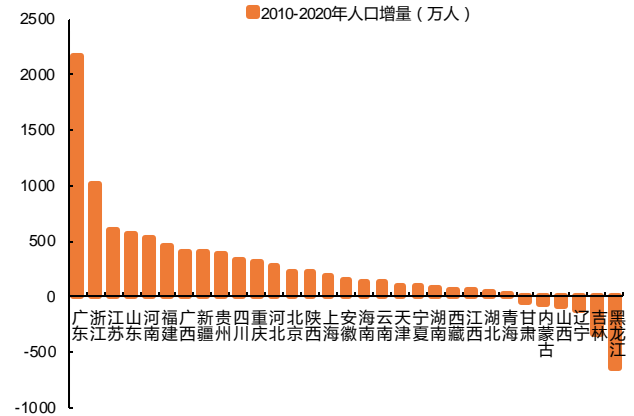
资料来源: 水泥网, 平安证券研究所

图表28 东部地区人口占比显著提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

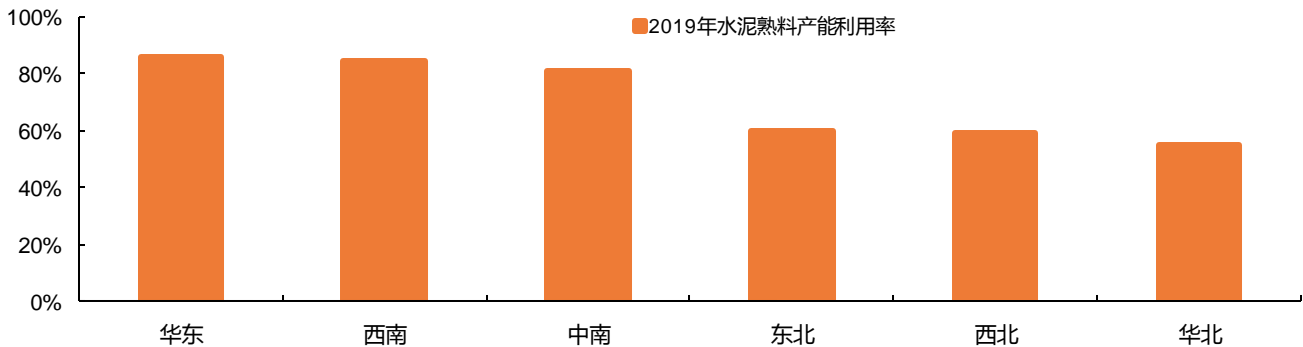
图表29 粤浙苏人口流入排行前列



资料来源: Wind, 平安证券研究所

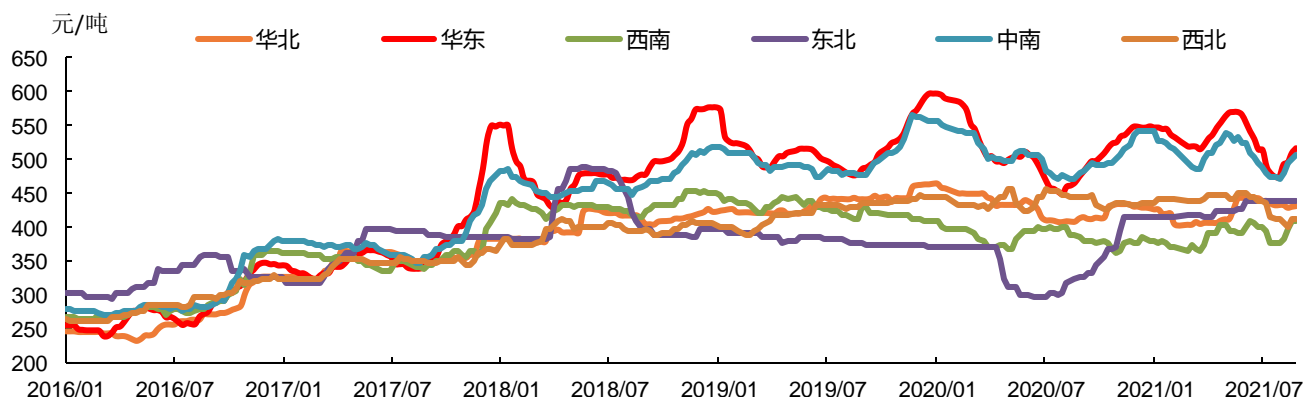
另一方面，不同于华东、中南、西南地区水泥熟料产能利用率高，东北、西北、华北地区产能利用率低，意味着这些地区产能供给较多，叠加市场需求相对疲弱，水泥价格弹性不如华东等地区。从水泥价格表现看，2018年以来华东、中南地区水泥价格明显优于其他地区。

图表30 华东、中南、西南地区水泥熟料产能利用率高



资料来源: 数字水泥网, 平安证券研究所

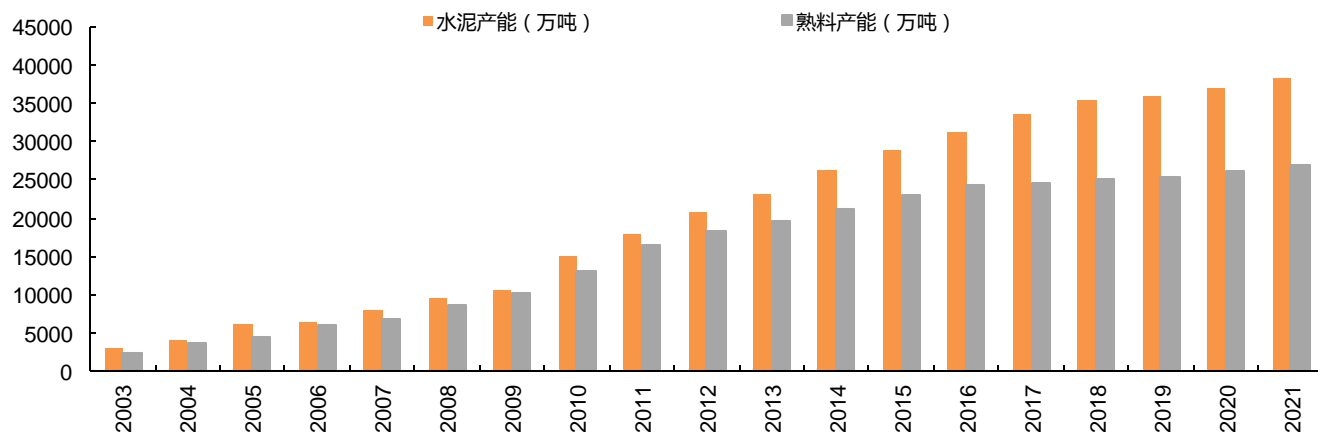
图表31 华东、中南地区 PO42.5 水泥市场价常年领先其他地区



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

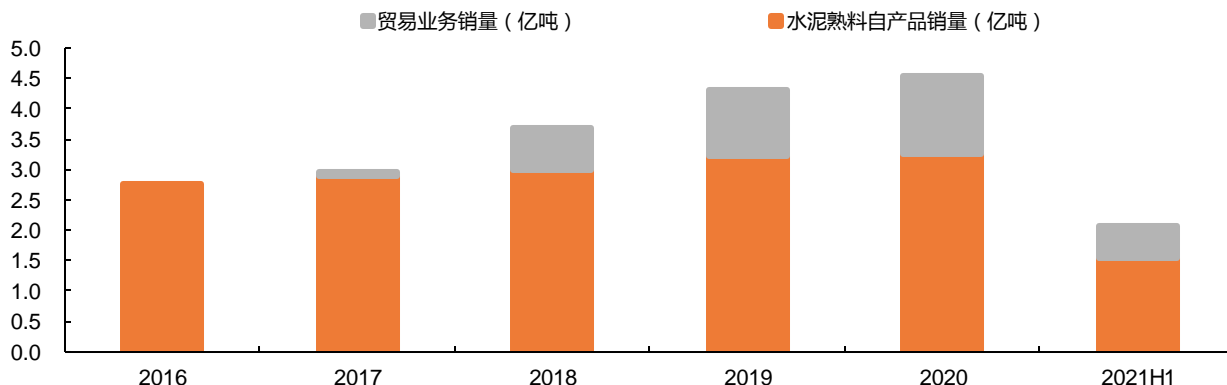
公司亦通过扩张水泥产能、扩展贸易业务，增强终端市场话语权。公司自 2014 年前后开始加大粉磨站端的扩张力度，2014-2021 年公司水泥产能从 2.64 亿吨升至 3.84 亿吨，同期熟料产能仅从 2.12 亿吨升至 2.69 亿吨，提升终端产品掌控力。2017 年公司又开始涉足水泥熟料等建材贸易业务，并与中国建材合作成立海中贸易平台，2020 年实现水泥熟料贸易业务销量 1.28 亿吨，占总销量比重提升至 28%。尽管贸易业务毛利率低，2021H1 仅 0.2%，但通过扩张水泥产能、扩展贸易业务，进一步提升公司水泥熟料销量与市场占有率，增强公司在市场话语权与对水泥价格掌控能力，促进区域市场良性发展。

图表32 公司水泥、熟料产能差距逐步扩大



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表33 公司贸易业务销量快速上升

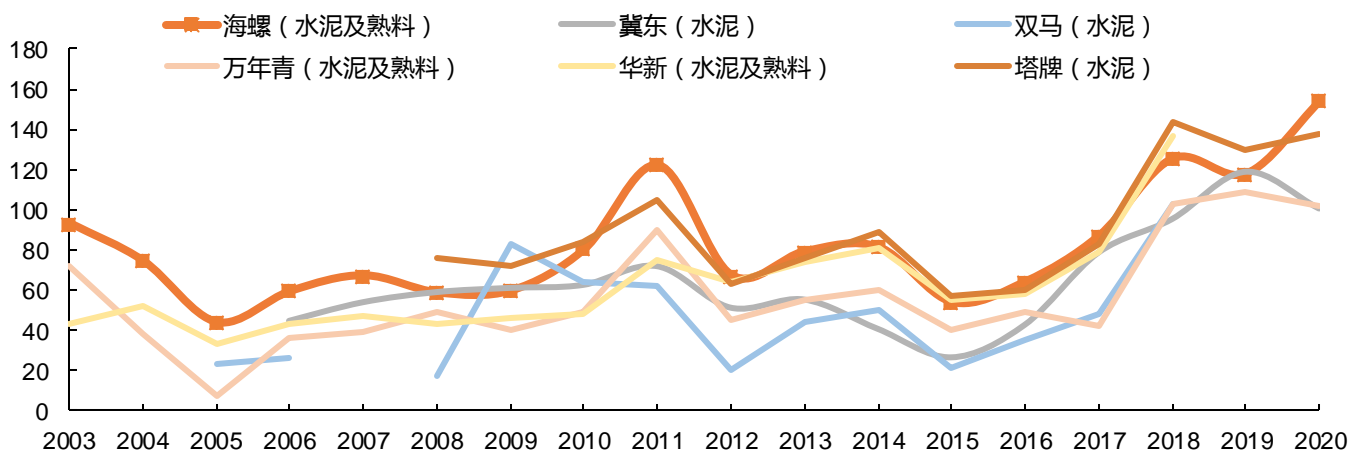


资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

3.2 成本优势: 矿石资源丰富、产线技术占优、规模优势明显

公司长期以来吨毛利均处于行业靠前水平。水泥属于高度同质化产品,企业难以通过品牌或差异化方式进行提价。但公司长期以来吨毛利均处于行业靠前水平,2020年公司水泥及熟料吨毛利达154元,显著高于同行。

图表34 海螺水泥吨毛利处于行业靠前水平(元/吨)

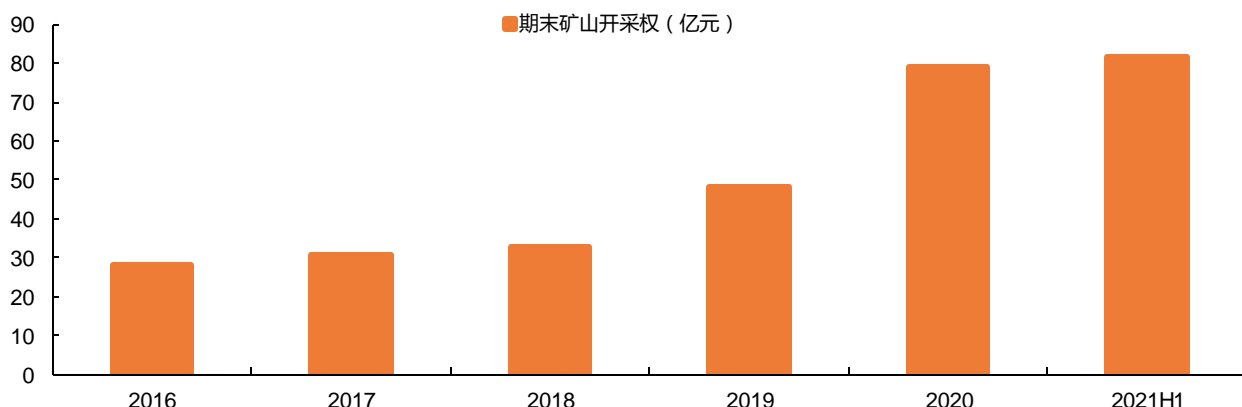


资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

我们认为,除公司所布局的华东、华南市场活跃,需求韧性足,公司亦具备以下三个成本优势:

一是安徽石灰岩资源丰富,原材料成本较低。水泥以石灰石为主要原料(重量占比超七成),首先将石灰石、粘土、铁质原料等按比例混合粉磨得到生料;其次将生料煅烧至部分或全部熔融后,冷却得到熟料;最后加入石膏、辅助原料混合粉磨得到水泥成品。2021H1原材料成本占海螺水泥熟料综合成本约23%,足见石灰石重要性。从公司重要产能省份——安徽来看(公司38%的熟料产能来自安徽),安徽为石灰岩资源大省,2015年水泥用灰岩保有资源储量122亿吨,占全国总量10%。依托安徽丰富的石灰岩资源,公司较早大幅收购矿产资源,同时因矿山资源规模大、开采技术高,以及公司熟料生产规模大,矿山资源利用率高于其他地区小规模矿山,奠定公司原材料低成本基础。

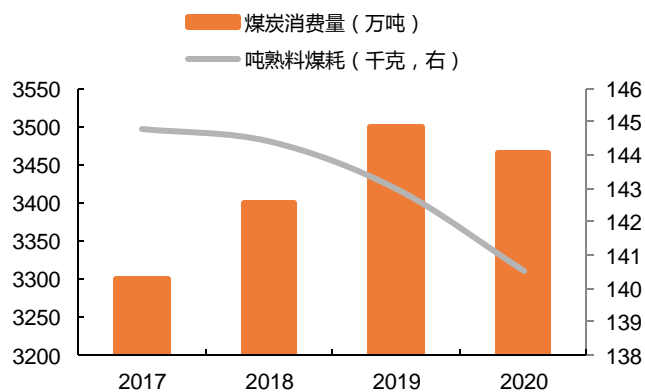
图表35 公司矿山资源丰富



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

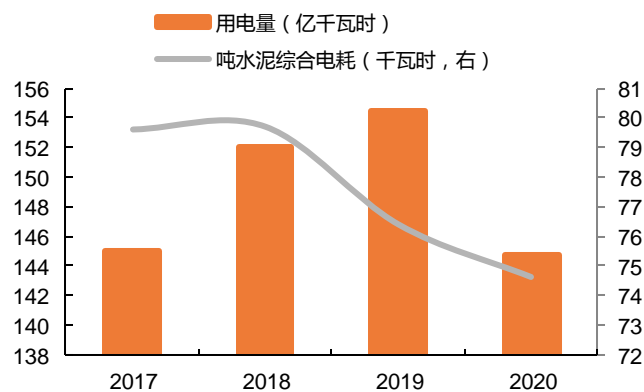
二是公司产线规模、生产技术占优,单位能耗相对较低。一方面,公司产线以自建为主,多数产线日产能达5000吨及以上,单线规模在行业内处于较高水平,综合能耗电耗相对占优;另一方面,公司积极响应国家节能降耗的号召,近年在节能减排、绿色技改、余热发电等方面进行大量投入,促使单位煤耗、电耗持续降低。2017-2020年,公司吨熟料煤耗从144.8千克降至140.5千克,吨水泥综合电耗从79.6千瓦时降至74.7千瓦时。

图表36 公司吨熟料实物煤耗持续降低



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表37 公司吨水泥综合电耗持续降低



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

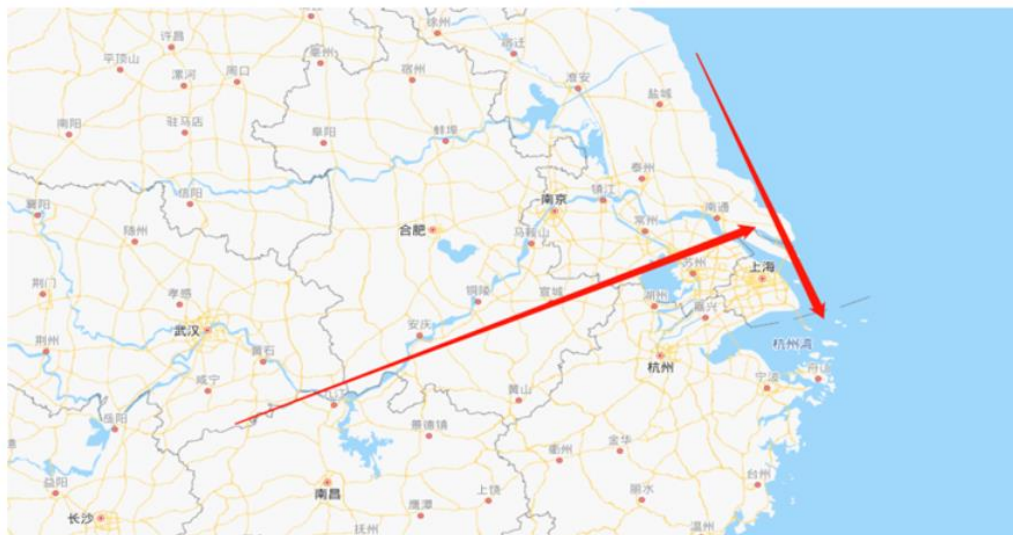
三是规模优势带来上下游议价能力提升。公司作为国内规模排名前二的水泥企业,2021H1公司水泥和熟料合计净销量为2.08亿吨,同比增长11.49%,尤其是在华东、华南等地市占率较高,规模优势带来公司对煤炭等上下游议价能力提升;同时,面对近年煤炭等原材料成本价格显著波动,公司还通过长协定价等方式锁定采购成本,降低原材料价格的影响。

3.3 运营优势: 长江水运奠定运输优势, 管理效率行业居前

公司通过“T”型战略、长江水运降低运输成本、扩大生产销售半径。水泥受潮易凝固、难以存放,且运输成本高(水泥运输半径一般为陆运200公里、水运500公里),具有较强的区域特性,因此区域布局与运输方式亦是水泥企业重点考量问题。

海螺则通过“T”型战略（“T”的横代表沿海，竖代表长江沿江），在长江沿岸石灰石资源丰富的地方兴建大、中型熟料基地，在资源稀缺但水泥市场较大的沿海地区以低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站、就地生产水泥，随后销往需求旺盛的东部市场，形成“熟料基地—长江—粉磨站”模式，相比传统的“工厂—公路—工地”模式，有效解决了水泥产业做大所遇到的“运输成本高，销售区域受限”问题。

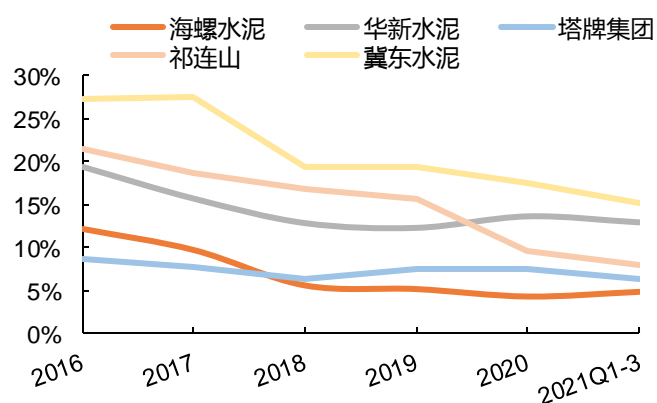
图表38 公司T型战略示意图



资料来源：百度地图，平安证券研究所

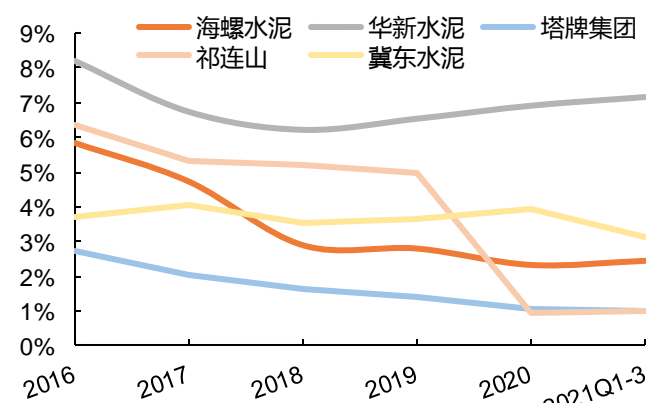
公司经营管理效率亦处于行业领先水平。从期间费用率看，公司长期处于行业较低水平，2021 年前三季度期间费用率低至 4.8%，尤其是管理费率、财务费率优势更为明显，其中财务费率主要受益于公司积极降低财务杠杆，2021Q3 末公司资产负债率降至 15.5%，印证公司经营稳健性。

图表39 公司期间费用率低于同行企业



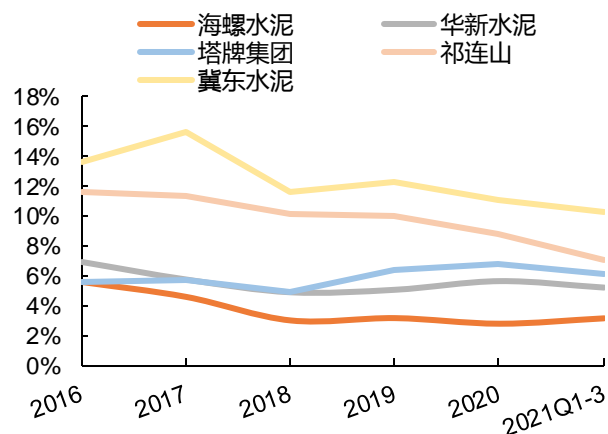
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表40 公司销售费用率在同行中处于较低水平



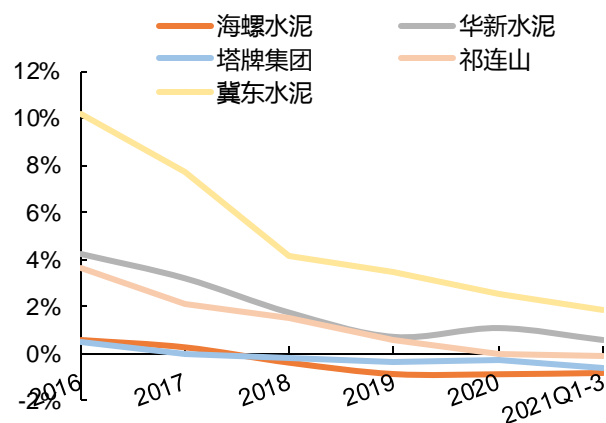
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表41 公司管理费用率（含研发费用）低于同行企业



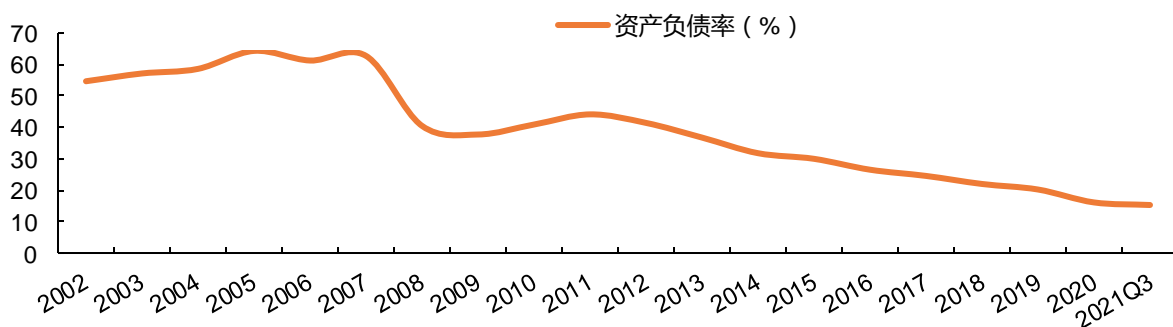
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表42 公司财务费用率在同行中处于较低水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表43 公司资产负债率已降至 15%左右



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

3.4 绿电优势：积极布局新能源，实现与主业协同发展

利用资金与全国化布局优势，加快发展新能源产业。2021年10月国务院发布《2030年前碳达峰行动方案》，提出推动建材行业碳达峰，因地制宜利用风能、太阳能等可再生能源，逐步提高电力、天然气应用比重。作为水泥行业龙头，公司积极践行绿色发展模式，利用充沛稳健的现金流与旗下企业全国布点的优势，加快新能源产业布局。2021年8月公司收购海螺新能源公司（主营光伏发电等），此后将海螺新能源注册资本由5亿元增加至50亿元。公司计划“十四五”后实现全工厂覆盖使用新能源。

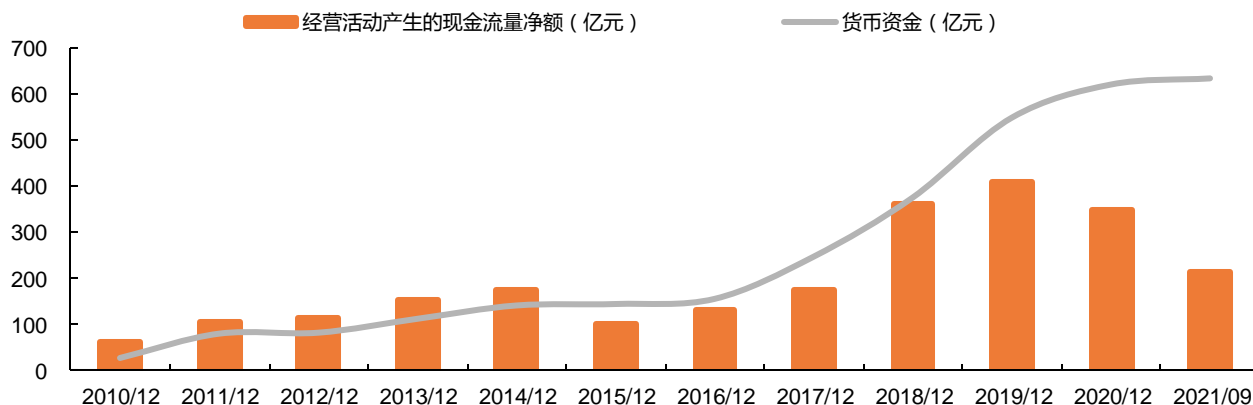
图表44 公司加快布局新能源产业

时间	事件
2021年8月	收购海螺新能源公司（主营光伏发电等），此后将海螺新能源注册资本由5亿元增加至50亿元
2021年9月	签订福建尤溪绿色新型建材产业园项目投资协议；聘任中国工程院院士彭寿为海螺集团首席科学家
2021年10月	柬埔寨马德望海螺光伏储能电站项目顺利并网发电

2021年12月	在凤阳签订光伏产业园项目；兴安海螺18兆瓦光伏发电项目开工仪式举行
2022年2月	海螺陕西千阳绿色建材循环产业园项目开工，总投资16亿元

资料来源：公司公告，公司官网，中国水泥网，平安证券研究所

图表45 公司现金流充沛稳定



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

新能源发展逐见成效，实现与主业协同发展。目前公司建成19个光伏电站、3个储能电站、1个风力发电项目，2021年光伏发电1.63亿度。济宁海螺更是打造全球水泥行业首个“零外购电”水泥工厂，形成集余热发电、风力发电、光伏发电和垃圾发电等多种绿色经营方式于一体的能源体系，每年可节约标煤约4万吨，减排二氧化碳约10万吨；建德海螺水泥总投资11亿元的新能源光储一体化项目采取“自发自用，余电上网”的模式，建成后每年发电量2千万度以上，满足企业20%用电需求。随着公司新能源发展效果显现，将有助于减轻煤价走高带来的成本压力，降低碳排放以应对“碳达峰、碳中和”带来的挑战，同时打造新的产业增长级，促进产业多元化发展。

四、投资建议

盈利预测方面，我们假设如下：

- 1) 自产水泥和熟料销量方面，考虑2021年下游需求疲弱叠加能耗双控限制水泥生产，假设2021年公司自产水泥和熟料销量同比下滑3%，2022-2023年随着基建发力与地产企稳，公司亦积极促进自产水泥熟料销售，假设销量分别同比增长6%、4%；
- 2) 自产水泥和熟料价格方面，2021年10月份各地能耗双控导致水泥价格大涨，全国P.O42.5散装水泥价格一度突破600元/吨，以月度产量加权后估算全国水泥价格同比增长9%，考虑公司重点布局的华东、西南、中南地区市场较好，假设2021年公司自产水泥和熟料每吨收入同比增长11%至360元，2022年结合前文分析、水泥价格存在韧性，假设吨收入为370元，2023年随着煤电成本回落，水泥熟料吨收入降至355元；
- 3) 自产水泥和熟料成本方面，秦皇岛动力煤(Q5500,山西产)2021年日均市场价为1030元/吨，同比增79%，考虑公司作为水泥龙头、上下游议价能力强，假设自产水泥熟料综合成本2021年升至207元/吨，2022年考虑煤电成本进一步上行，假设综合成本升至222元/吨，2023年随着煤炭、电力成本企稳回落，水泥熟料综合成本回落至207元/吨；
- 4) 建材贸易业务方面，考虑公司未来侧重自产水泥熟料生产销售，建材贸易业务或将平稳发展，假设2021-2023年销量规模保持不变，售价方面跟随上述水泥熟料价格调整而有所波动，并假设毛利率与2020年保持一致。

5) 骨料业务方面, 考虑十四五期间公司将全力发展骨料产业, 且 2020 年基数低, 预计 2021-2023 年骨料业务收入增速分别为 25%、15%、15%, 毛利率微降至 65%、60%、60%,

6) 其他业务方面, 假设收入规模保持微增, 2021-2023 年年均增长 3%, 毛利率同样维持 2020 年 2% 水平。

综上, 我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 1887 亿元、2003 亿元、2010 亿元, 同比增长 7.1%、6.1%、0.4%, 毛利率分别为 26.4%、25.6%、26.4%, 归母净利润分别为 343.5 亿元、357.6 亿元、365.9 亿元, 同比降 2.2%、增长 4.1%、增长 2.3%。

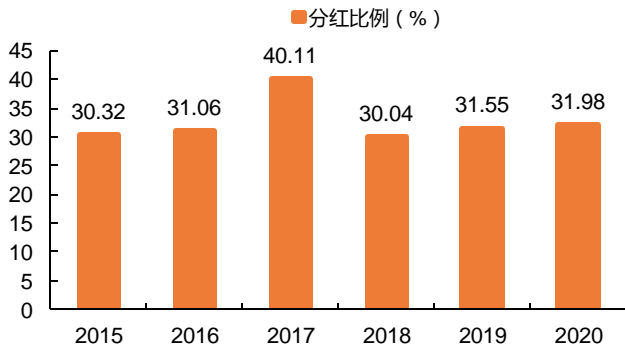
图表46 公司盈利预测

		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
水泥熟料	水泥熟料收入 (亿元)	978	1087	1059	1135	1236	1234
	收入同比	34%	11%	-3%	7%	9%	0%
	自产品销量 (亿吨)	2.98	3.23	3.25	3.15	3.34	3.48
	销量同比	3%	8%	1%	-3.0%	6.0%	4.0%
	每吨收入 (元)	328	337	326	360	370	355
	吨收入同比	31%	3%	-3%	11%	3%	-4%
	每吨毛利 (元)	155	158	154	153	149	148
	每吨成本 (元)	173	179	172	207	222	207
	每吨原材料 (元)	37	44	45	48	47	47
	每吨燃料及动力 (元)	99	94	87	120	135	120
	每吨折旧费用 (元)	12	12	12	12	12	12
	每吨人工成本 (元)	26	28	27	27	27.5	28
	毛利率	47%	47%	47%	43%	40%	42%
贸易业务	收入 (亿元)	252	383	411	448	452	451
	收入同比	—	52%	7%	9%	1%	0%
	销量 (亿吨)	0.7	1.09	1.28	1.28	1.28	1.28
	每吨收入 (元)	360	352	321	350	353	352
	毛利率	0.17%	0.16%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%
骨料石子	收入 (亿元)	8	10	10	13	15	17
	收入同比	16%	26%	0%	25%	15%	15%
	毛利率	69%	71%	68%	65%	60%	60%
其他业务	收入 (亿元)	46	89	283	291	300	309
	收入同比	166%	95%	217%	3%	3%	3%
	毛利率	7%	5%	2%	2%	2%	2%
整体	收入 (亿元)	1284	1570	1762	1887	2003	2010
	收入同比	70.5%	22.3%	12.2%	7.1%	6.1%	0.4%
	毛利率	36.7%	33.3%	29.2%	26.4%	25.6%	26.4%

资料来源: 平安证券研究所

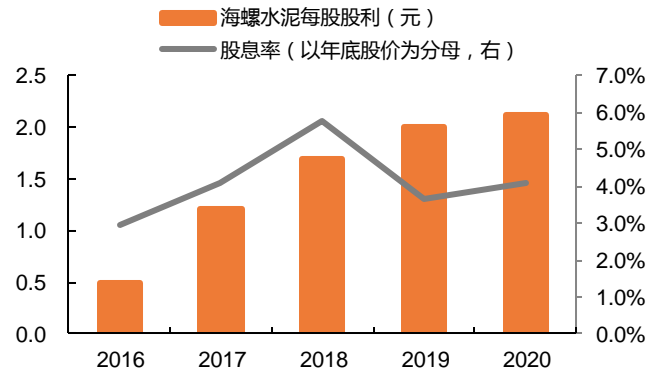
投资建议方面, 我们认为, 从行业层面看, 中央稳增长诉求下, 后续基建有望发力, 带动水泥需求边际改善, 叠加供给收缩、成本维持高位, 促使水泥价格保持韧性, 全年看价格中枢存在高于 2021 年可能, 中长期看“双碳”目标下, 水泥产能供给趋于收缩, 带动行业供需格局保持紧平衡, 盈利水平有望保持良好。从公司层面看, 海螺作为水泥行业领军者, 重点布局华东、华南地区, 区域布局得天独厚, 市场需求更具韧性, 同时成本管控、运营效率长期保持行业领先水平, 分红比例、股息率亦常年保持 30%、4% 左右, 具备一定吸引力。我们看好公司后续表现, 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 6.48 元、6.75 元、6.91 元, 当前股价对应 PE 分别为 6.3 倍、6.0 倍、5.9 倍, 首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表47 公司分红比例稳定在30%左右



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 公司股息率常年保持4%左右



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表49 公司与同类企业估值业绩比较

证券简称	归母净利润 (亿元)				PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
海螺水泥	351.3	343.5	357.6	365.9	6.2	6.3	6.0	5.9
华新水泥	56.3	60.1	71.5	80	7.7	7.2	6.1	5.4
祁连山	14.4	12.7	14.5	15.8	7.3	6.7	5.9	5.4
冀东水泥	28.5	29.1	33.1	34.8	6.7	11.1	9.7	9.2
天山股份	15.2	103.1	127.3	137.6	10.4	12.3	9.9	9.2
上峰水泥	20.3	24.4	29.1	32.6	7.8	7.3	6.1	5.5

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：除海螺水泥外，其他公司2021-2023年归母净利润、PE来自Wind一致预测

五、风险提示

- 1、基建、房地产投资低于预期，影响水泥行业需求：**地产基本面承压背景下，若后续政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产投资、开工修复水平与速度，既而影响水泥需求规模与价格表现；基建投资同理，若未能及时发挥稳经济作用，亦可能导致水泥等建材需求释放不及预期。
- 2、原材料、燃料价格继续上涨，利润率进一步承压风险：**当前煤炭价格维持1000元左右高位，电力成本亦有所上升，水泥生产成本端压力较大，若后续煤炭、电力价格继续上涨，将导致公司利润率进一步承压。
- 3、骨料、新能源等业务发展不及预期：**公司近年积极拓展骨料石子、混凝土、新能源等业务，以促进与主业协同发展并打开未来成长空间，但业务模式与水泥熟料存在差异，存在相关业务发展不及预期的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	112980	130330	153518	179241
现金	62177	72087	92701	117308
应收票据及应收账款	10891	16799	18380	19548
其他应收款	1935	2072	2200	2208
预付账款	3464	3348	3554	3567
存货	7002	8495	9115	9040
其他流动资产	27510	27528	27568	27570
非流动资产	87993	95628	97696	99199
长期投资	4223	5232	6161	7090
固定资产	62799	62780	63884	66047
无形资产	13710	13975	14506	15224
其他非流动资产	7261	13641	13145	10838
资产总计	200973	225958	251214	278440
流动负债	24223	23111	21637	21531
短期借款	1982	989	0	0
应付票据及应付账款	4786	5327	5715	5668
其他流动负债	17455	16795	15921	15863
非流动负债	8533	7591	6177	4705
长期借款	6831	5889	4475	3004
其他非流动负债	1701	1701	1701	1701
负债合计	32756	30702	27813	26237
少数股东权益	6395	7372	8390	9432
股本	5299	5299	5299	5299
资本公积	10584	10584	10584	10584
留存收益	145939	172000	199128	226888
归属母公司股东权益	161822	187883	215011	242771
负债和股东权益	200973	225958	251214	278440

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	34797	29483	35213	38088
净利润	36370	35330	36777	37635
折旧摊销	5430	3874	4161	4527
财务费用	-1515	-1473	-1993	-2181
投资损失	-1550	-1262	-1262	-1262
营运资金变动	-2955	-7559	-3060	-1221
其他经营现金流	-983	572	591	591
投资活动现金流	-26773	-10819	-5558	-5358
资本支出	9900	10500	5300	5100
长期投资	-20906	-180	-100	-100
其他投资现金流	-15767	-21139	-10758	-10358
筹资活动现金流	-13262	-8754	-9042	-8123
短期借款	-959	-993	-989	0
长期借款	-573	-942	-1414	-1472
其他筹资现金流	-11730	-6819	-6638	-6651
现金净增加额	-5338	9910	20614	24607

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	176243	188710	200311	201037
营业成本	124848	138958	149099	147864
税金及附加	1289	944	1002	1206
营业费用	4123	3774	3806	4222
管理费用	4207	3774	4006	4423
研发费用	647	341	361	363
财务费用	-1515	-1473	-1993	-2181
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	5	-2	-2	-2
其他收益	1083	909	909	909
公允价值变动收益	101	179	215	215
投资净收益	1550	1262	1262	1262
资产处置收益	888	17	17	17
营业利润	46271	44758	46431	47542
营业外收入	959	1151	1381	1381
营业外支出	122	147	176	176
利润总额	47108	45763	47636	48748
所得税	10738	10432	10860	11113
净利润	36370	35330	36777	37635
少数股东损益	1240	978	1018	1042
归属母公司净利润	35130	34352	35759	36593
EBITDA	51022.7	48163.8	49803.9	51093.1
EPS (元)	6.63	6.48	6.75	6.91

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	12.2	7.1	6.1	0.4
营业利润(%)	5.0	-3.3	3.7	2.4
归属于母公司净利润(%)	4.6	(2.2)	4.1	2.3
获利能力				
毛利率(%)	29.2	26.4	25.6	26.4
净利率(%)	19.9	18.2	17.9	18.2
ROE(%)	21.7	18.3	16.6	15.1
ROIC(%)	24.9	22.2	19.5	18.9
偿债能力				
资产负债率(%)	16.3	13.6	11.1	9.4
净负债比率(%)	-31.7	-33.4	-39.5	-45.3
流动比率	4.7	5.6	7.1	8.3
速动比率	4.2	5.1	6.5	7.7
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	41.1	40.6	36.5	30.4
应付账款周转率	26.09	26.09	26.09	26.09
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	6.63	6.48	6.75	6.91
每股经营现金流(最新摊薄)	6.57	5.56	6.64	7.19
每股净资产(最新摊薄)	30.54	35.45	40.57	45.81
估值比率				
P/E	6.2	6.3	6.0	5.9
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.12	4.22	3.72	3.15

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033