

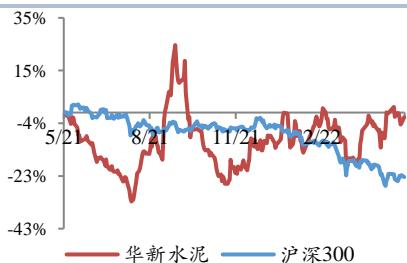
华中、西南水泥龙头，产业链一体化发展先锋

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-18

收盘价（元）	21.47
近 12 个月最高/最低（元）	27.28/14.69
总股本（百万股）	2,097
流通股本（百万股）	1,362
流通股比例（%）	64.96
总市值（亿元）	450
流通市值（亿元）	292

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

主要观点：

● 百年水泥品牌，业绩增长穿越周期

公司前身湖北水泥厂始创于 1907 年，是近代中国开办最早的水泥厂之一，被誉为“中国水泥工业的摇篮”；公司拥有的“华新堡垒”商标为中国驰名商标，是中国最老的水泥生产商标之一。经过多年发展，公司已在华中具备优势地位并成为西南地区的主要从业者，在业内享有较高的知名度与认同度。截至 2021 年底，公司在湖北、湖南、云南、重庆、四川等 14 省市、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等海外八国拥有 270 余家分子公司，具备水泥产能 1.16 亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）。2021 年，公司实现营业收入 324.64 亿元，同比增长 10.59%；实现归母净利润 53.64 亿元，同比下降 4.74%；受动力煤等主要燃料价格大幅上涨的影响，公司 2021 年盈利略承压；销售毛利率与净利润分别为 35.29%/17.88%，分别同比下降 4.46/ 3.15 pct。公司的营收和业绩增速均优于行业整体水平，具备穿越周期的实力。

● “十四五”期间资本开支高增，区域与业务双维度拓展

1) 水泥主业向海外拓展，作为首批“走出去”的中国水泥企业之一，公司已在中亚、东南亚及非洲八个国家实现产能扩张，特别是“一带一路”沿线的中亚，公司已成为当地水泥市场的领军者。截至 2021 年底，公司在海外已建成投产的水泥熟料产能规模位列全国第二；海外在建的水泥熟料产能位列全国第五。2022 年 3 月 28 日，公司 B 股转 H 股，于香港联交所上市，为公司国际化战略部发展提供更加广阔的平台。2) 产业链纵向发展，公司在主营水泥业务的基础上，前瞻转型水泥产业链一体化，2021 年，公司加快推进骨料、墙材、混凝土、工程及装备、包装、助磨剂、环保等业务产能的建设；资本开支（以购建固定资产支付的现金计）为 62.29 亿元，同比大幅增长 73.54%；2022 年，公司计划在骨料、海外水泥和一体化业务投资 122 亿元，规划资本开支进一步增加。

● 水泥主业：两湖水泥市场韧性强，云南边际改善可期

公司核心市场区域为两湖和云南；公司在两湖水泥市场的市占率领先，2021 年公司在湖北、湖南的水泥产能分别占全省的 36.8% /8.9%。公司有望凭借较高的市占率及长期建立起的成熟销售网络，在两湖水泥市场中占据较强的定价权。云南水泥市场集中度较低，2021 年云南水泥产能 CR 5 约为 58.5%，与两湖接近 80% 的集中度相比还存在提升的空间。公司在云南的产线布局主要集中在物流基础设施相对便利的中部及西北部地区，为公司继续开拓云南水泥市场、提升市占率奠定基础。

长江沿岸石灰石资源较丰富，截至 2021 年底，公司已获得采矿许可证的石灰石及砂页岩资源总储量约 36 亿吨。公司大部分生产基地依矿石资源而建，直接通过传送带将石灰石运至产线。公司石灰石自给率超过 95%，公司水泥、熟料吨原材料成本显著低于同业。

● 非水泥业务：加速成长，贡献弹性

骨料业务方面，2019 年起，公司战略性地利用骨料行业结构性调整与升级的窗口期，加速布局骨料产能；截至 2021 年底，公司骨料产能增至 1.54 亿吨，2018-2021 年骨料产能年均复合增速超过 57%。目前公司阳新亿吨机制砂项目等 10 个在建骨料项目稳步推进中，全部投产后，公司骨料产能可达 2.7 亿吨/年。2021 年，公司骨料业务毛利率为 65.62%，同比提高 3.03 pct；骨料销售均价约 59 元/吨，同比增长 14.4%；骨料单吨毛利约 38.5 元/吨，同比增长 19.9%。随着公司骨料业务的持续放量，将拉动公司的盈利水平，提振业绩弹性。混凝土业务方面，公司在现有水泥熟料生产线周边投资建设混凝土搅拌站，充分发挥协同优势，与水泥主业共享渠道、客户资源。截至 2021 年底，公司已在湖北、湖南、云南、四川、重庆、西藏、河南、贵州、江西及江苏等 10 省市及柬埔寨布局混凝土搅拌站，混凝土产能达到 4380 万立方米。2021 年，公司混凝土实现销量 905 万方，同比增长 96.49%。

● 投资建议

公司是华中、西南水泥龙头，“稳增长”背景下，区域景气有望上行。同时，公司从业务和区域两个维度双向扩张，骨料、混凝土业务和海外市场的快速发展赋予公司更高的弹性。此外，公司股息率和现金分红比率在行业主要可比公司中处较高水平。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 61.05 /70.74 /80.12 亿元，分别同比增长 13.8% /15.9% /13.3%，对应 EPS 分别为 2.91 /3.37 /3.82 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；原材料、燃料价格大幅波动风险；水泥行业供给端格局优化不及预期；骨料及海外业务拓展不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	32464	36407	40741	44887
收入同比（%）	10.6%	12.1%	11.9%	10.2%
归属母公司净利润	5364	6105	7074	8012
净利润同比（%）	-4.7%	13.8%	15.9%	13.3%
毛利率（%）	34.1%	35.1%	35.7%	36.1%
ROE（%）	20.1%	18.6%	17.8%	16.8%
每股收益（元）	2.58	2.91	3.37	3.82
P/E	7.48	7.16	6.18	5.46
P/B	1.51	1.33	1.10	0.92
EV/EBITDA	4.28	3.89	3.07	2.38

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 百年水泥品牌，业绩增长穿越周期	7
1.1 华中、西南水泥龙头，底蕴深厚，历久弥新	7
1.2 “十四五”期间资本开支高增，区域与业务双维度拓展	8
1.3 业绩增长穿越周期，稳中求进	11
2 区域需求有亮点，供给格局尚存改善空间	14
2.1 “稳增长”加码基建，疫后需求或集中释放	14
2.2 西南水泥产能集中度较低，格局优化空间广阔	17
2.3 夏季错峰缓解库存压力，水泥价格中枢有望上移	19
3 水泥主业稳健，产业链一体化贡献高弹性	22
3.1 两湖水泥市场韧性强，云南边际改善可期	22
3.2 矿山资源丰富，区位优势尽显	23
3.3 水泥产业链一体化，新增长极贡献高弹性	26
4 盈利预测与投资建议	30
4.1 公司分业务盈利预测	30
4.2 可比公司估值与投资建议	32
风险提示	33
财务报表与盈利预测	34

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	7
图表 2 2014-2021 公司各区域收入占比 (%)	7
图表 3 2021 公司各地区收入占比 (%)	7
图表 4 公司股权结构 (截至 2022/03/31)	8
图表 5 海外已建成投产的水泥熟料产能 (万吨/年)	9
图表 6 海外投资在建的水泥熟料产能 (万吨/年)	9
图表 7 公司熟料/水泥生产线数/产能 (截至 2021 年底)	9
图表 8 水泥行业上下游示意图	10
图表 9 公司主要业务布局	10
图表 10 2021 公司各项业务收入占比 (%)	10
图表 11 2014-2021 公司购建固定资产支付的现金及同比增速 (亿元, %)	10
图表 12 公司产能布局计划情况	11
图表 13 2014-2022 Q1 公司营业总收入及同比增速 (亿元, %)	11
图表 14 2014-2022 Q1 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)	11
图表 15 2014-2021 规模以上水泥企业主营业务收入及同比增速 (亿元, %)	12
图表 16 2011-2021 规模以上水泥企业利润总额及同比增速 (亿元, %)	12
图表 17 2014-2022 Q1 可比公司销售毛利率 (%)	12
图表 18 2014-2022 Q1 可比公司销售净利率 (%)	12
图表 19 2014-2021 可比公司 ROE (摊薄) (%)	12
图表 20 2014-2022 Q1 可比公司资产负债率 (%)	12
图表 21 2014-2021 各项业务毛利占比 (%)	13
图表 22 2014-2021 公司各项业务毛利率 (%)	13
图表 23 2014-2022 Q1 可比公司销售期间费用率 (%)	13
图表 24 2014-2022 Q1 公司各项费用率情况 (%)	13
图表 25 基建投资 (不含电力) 累计同比增速 (%)	14
图表 26 各类型基建投资累计同比增速 (%)	14
图表 27 2020-2022 当月新增地方政府债券投向 (亿元)	14
图表 28 2018-2022 湖北/湖南/云南固定资产施工项目计划总投资累计同比增速 (%)	15
图表 29 2018-2022 湖北/湖南/云南固定资产新开工项目计划总投资累计同比增速 (%)	15
图表 30 2020-2022 湖南/湖北/云南公路建设累计投资额 (亿元)	15
图表 31 2020-2022 湖南/湖北/云南公路建设投资金额累计同比增速 (%)	15
图表 32 2022 年中南/西南各省部分重大工程项目建设任务	16
图表 33 2018-2022 全国/湖北/湖南/云南房地产投资累计同比增速 (%)	16
图表 34 2018-2022 全国/湖北/湖南/云南房屋新开工面积累计同比增速 (%)	16
图表 35 中国与美国/韩国/日本/城镇化率	17
图表 36 云南/湖南/湖北/西藏/全国城镇化率	17
图表 37 2011-2021 全国水泥熟料产能 (亿吨)	17
图表 38 2021 全国各区域水泥熟料产能占比 (%)	17
图表 39 2021 年各省水泥熟料新投产能 (万吨)	18
图表 40 2021 年各省水泥熟料产能置换情况 (万吨)	18
图表 41 2021 年全国水泥熟料企业年产能排名前二十名 (万吨)	18

图表 42 2020/2021 分地区水泥熟料产能 CR 5 (%)	19
图表 43 2020/2021 各地区水泥熟料产能 CR 10 (%)	19
图表 44 中南地区水泥熟料产能 TOP 10 (万吨/年)	19
图表 45 西南地区水泥熟料产能 TOP 10 (万吨/年)	19
图表 46 部分地区 2022 年二季度水泥错峰生产计划	19
图表 47 2017-2022 全国熟料库容比 (%)	20
图表 48 2017-2022 全国水泥库容比 (%)	20
图表 49 2017-2022 西南地区熟料库容比 (%)	20
图表 50 2017-2022 西南地区水泥库容比 (%)	20
图表 51 2017-2022 中南地区熟料库容比 (%)	20
图表 52 2017-2022 中南地区水泥库容比 (%)	20
图表 53 2017-2022 全国磨机运转率 (%)	21
图表 54 2017-2022 全国水泥全国水泥发运率 (%)	21
图表 55 2017-2022 中南地区磨机运转率 (%)	21
图表 56 2017-2022 西南地区磨机运转率 (%)	21
图表 57 2017-2022 中南地区水泥价格 (元/吨)	21
图表 58 2017-2022 西南地区水泥价格 (元/吨)	21
图表 59 2017-2022 全国水泥价格 (元/吨)	22
图表 60 2017-2022 水泥煤炭价格差 (元/吨)	22
图表 61 2021 湖北水泥产能前 5 及占比 (万吨/年, %)	22
图表 62 2021 湖南水泥产能前 5 及占比 (万吨/年, %)	22
图表 63 四川水泥产能前 5 及占比 (万吨/年, %)	23
图表 64 重庆水泥产能前 5 及占比 (万吨/年, %)	23
图表 65 2021 云南水泥前 5 及占比 (万吨/年, %)	23
图表 66 2021 西藏水泥产能前 5 及占比 (万吨/年, %)	23
图表 67 2020 各省水泥用灰岩矿石储量 (亿吨)	24
图表 68 公司石灰石采石场储量及矿山服务年限 (万吨, 年)	24
图表 69 2014-2021 公司水泥业务各项成本占比 (%)	25
图表 70 2014-2021 公司熟料业务各项成本占比 (%)	25
图表 71 可比公司水泥及熟料吨销售收入 (元/吨)	25
图表 72 可比公司水泥及熟料吨成本 (元/吨)	25
图表 73 可比公司水泥及熟料吨毛利 (元/吨)	25
图表 74 可比公司水泥及熟料吨净利润 (元/吨)	25
图表 75 华新水泥/海螺水泥/塔牌集团水泥及熟料吨成本分项目情况 (元/吨)	26
图表 76 砂石骨料主要品种	27
图表 77 2010-2021 全国砂石产量及增速 (亿吨, %)	27
图表 78 各省有效期内砂石矿权数量 (个)	27
图表 79 2021 新建砂石骨料生产线 (条)	28
图表 80 2021 各省新设砂石矿权数量 (个)	28
图表 81 公司骨料销量及同比增速 (万吨, %)	28
图表 82 华新水泥/海螺水泥骨料产能 (万吨/年)	28
图表 83 2016-2021 可比公司骨料业务收入 (亿元)	29
图表 84 2015-2021 可比公司骨料业务毛利率 (%)	29
图表 85 2013-2020 公司骨料业务产能利用率 (%)	29

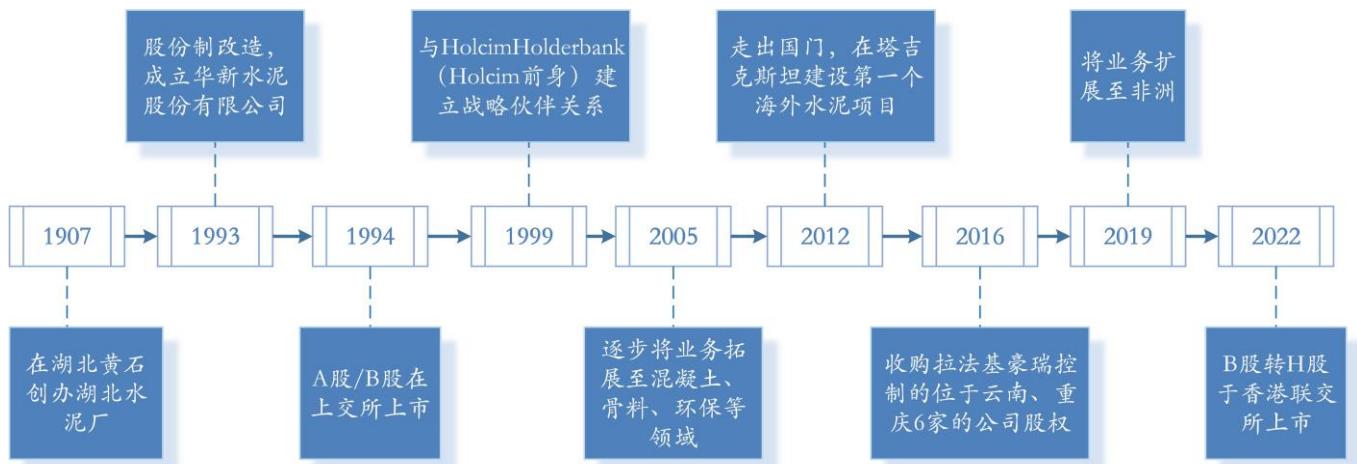
图表 86 2015-2021 公司骨料均价/吨毛利 (元/吨)	29
图表 87 2013-2021 公司混凝土销量 (万立方米)	30
图表 88 2012-2021 公司混凝土产能及产能利用率情况	30
图表 89 2013-2021 华新水泥/海螺水泥/上峰水泥混凝土业务收入 (亿元)	30
图表 90 2012-2021 公司混凝土单方收入/成本/毛利 (元/立方米)	30
图表 91 公司分业务营业收入及同比增速预测 (亿元, %)	31
图表 92 可比公司估值表	32
图表 93 可比公司 P/B (MRQ)	33
图表 94 2011-2020 可比公司股利支付率 (%)	33
图表 95 2012-2021 可比公司股息率 (%)	33

1 百年水泥品牌，业绩增长穿越周期

1.1 华中、西南水泥龙头，底蕴深厚，历久弥新

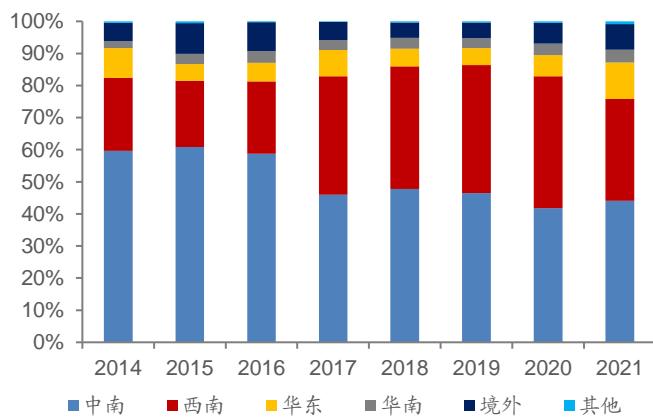
公司前身湖北水泥厂始创于 1907 年，是近代中国开办最早的水泥厂之一，被誉为“中国水泥工业的摇篮”；公司拥有的“华新堡垒”商标为中国驰名商标，是中国最老的水泥生产商标之一。1994 年，公司在上海证券交易所上市；1999 年，公司与瑞士 Holcim 集团结为战略伙伴关系。2022 年 3 月 28 日，公司 B 股转 H 股，于香港联交所上市。经过多年发展，公司已在华中具备优势地位并成为西南地区的主要从业者，在业内享有较高的知名度与认同度。公司的水泥产品在人民大会堂、武汉长江大桥、京珠高速公路、青藏铁路、三峡大坝等众多国家标志性建筑及特大型工程项目中赢得广泛赞誉。

图表 1 公司发展历程



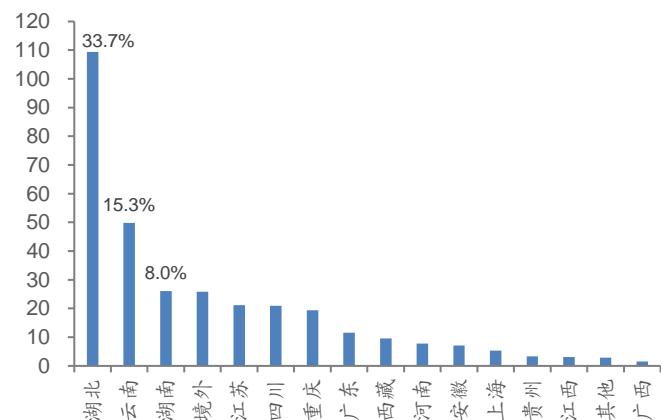
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 2 2014-2021 公司各区域收入占比 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 2021 公司各地区收入占比 (%)

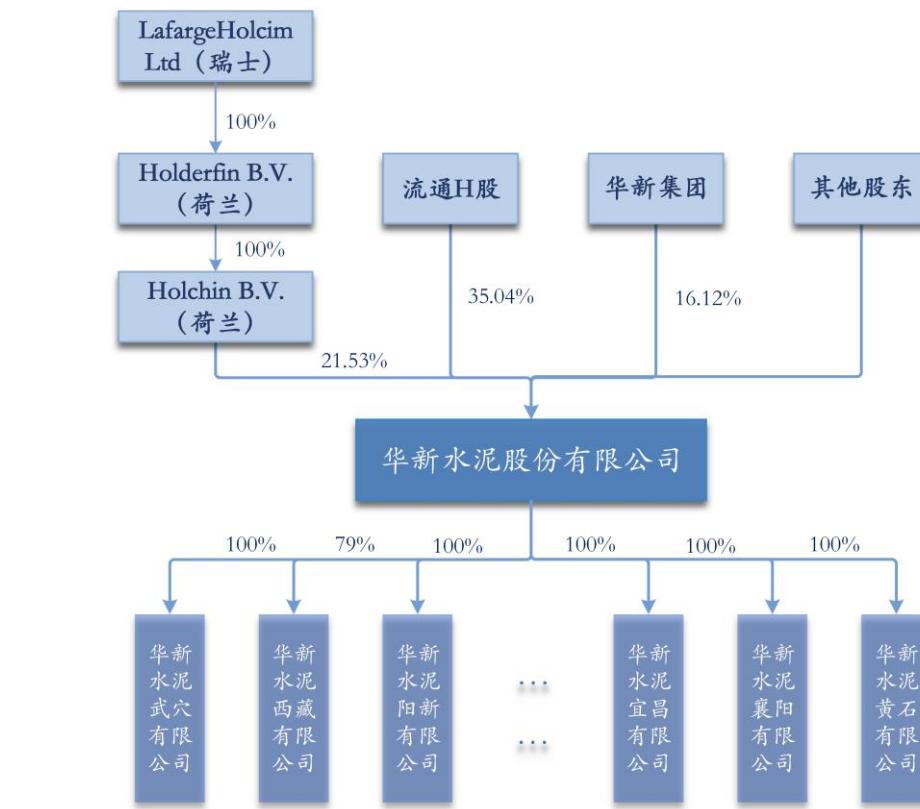


资料来源：wind，华安证券研究所

外资与国资复合持股背景，多角度支持公司在国内与海外的业务发展。公司控股股东 Holchin B.V. 的实际控制人为拉豪集团，拉豪集团由世界领先的水泥、混凝

土生产商拉法基和豪瑞集团合并而来；拉豪集团业务遍布全球 80 多个国家，在水泥、石膏板、骨料与混凝土等业务方面均居世界领先地位。公司自 1999 年便开始与豪瑞集团合作，在生产技术、装备工艺、经营管理等方面获得了较大的支持。拉法基与豪瑞集团合并完成后，拉豪集团继续在技术和经营管理等方面给予公司支持。2015 公司完成了对拉法基中国水泥有限公司（实际控制人为拉豪集团）旗下云南拉法基建材投资有限公司等 6 家公司的股权、重庆拉法基瑞安参天水泥有限公司 100% 股权的收购，一方面消除了公司与拉豪集团在云南、重庆、贵州等地非上市水泥资产之间的同业竞争问题，另一方面也增强了公司在西南地区的市场竞争力。

图表 4 公司股权结构（截至 2022/03/31）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

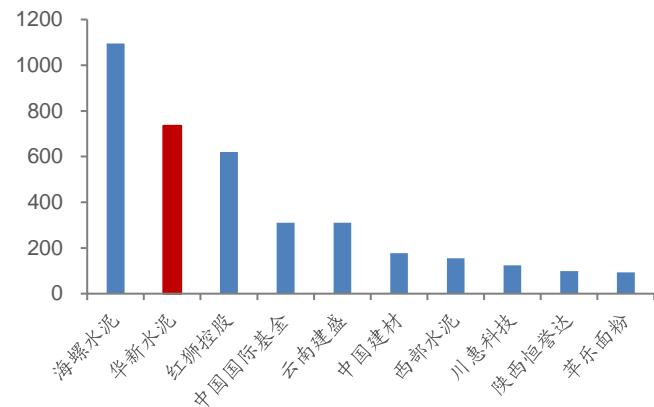
B 股转 H 股，提升境外资本运作水平，助推公司的国际化进程。公司将拓展国际化布局作为重要的发展战略之一，海外融资平台是支撑公司国际战略的重要组成部分。香港为境外资本市场，具有国际化和融资便利等优势，为公司提供更加广阔的业务平台。公司股票实现在香港流通有利于公司参与境外资本运作，充分利用境外资本资源及市场激励以加强公司的核心竞争力。

1.2 “十四五”期间资本开支高增，区域与业务双维度拓展

水泥主业向海外拓展，作为首批“走出去”的中国水泥企业之一，公司已在中亚、东南亚及非洲八个国家实现产能扩张，特别是“一带一路”沿线的中亚，公司已成为当地水泥市场的领军者。根据中国水泥网的统计，截至 2021 年底，公司在海外已建成投产的水泥熟料产能规模位列全国第二；海外在建的水泥熟料产能位列全国第五。2021 年，公司在海外的业务收入为 25.83 亿元，同比增长 36.67%；占

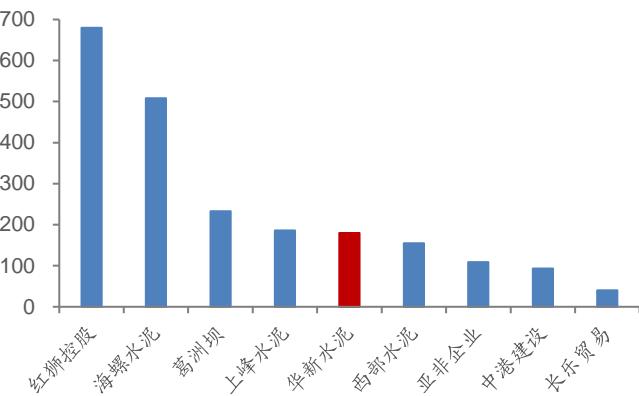
公司营业总收入之比为 7.96%。

图表 5 海外已建成投产的水泥熟料产能 (万吨/年)



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 6 海外投资在建的水泥熟料产能 (万吨/年)



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

截至 2021 年底，公司在湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、河南、广东、上海、江苏、江西、陕西、海南等 14 省市及海外塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚和马拉维八国拥有 270 余家分子公司，具备水泥产能 1.16 亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）。

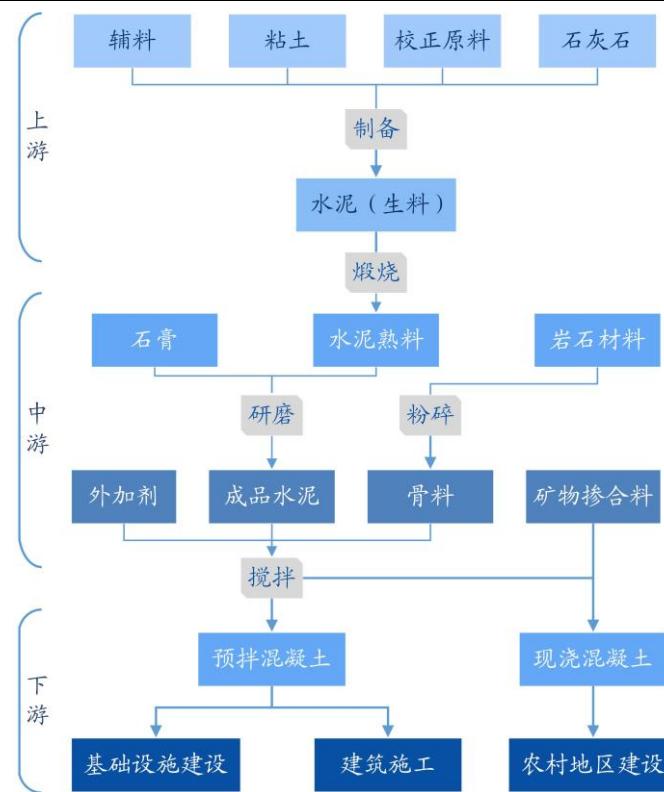
图表 7 公司熟料/水泥生产线数/产能 (截至 2021 年底)

区域	熟料生产线 (条)	熟料产能 (万吨/年)	水泥生产工厂/ 粉磨站 (个)	水泥产能 (万吨/年)
湖北	18	2582	21	4089
湖南	5	781	6	1446
云南	14	1663	16	2426
四川	2	279	3	473
西藏	5	381	2	623
重庆	4	580	4	809
广东	1	155	1	294
河南	1	155	1	245
贵州	2	130	2	154
塔吉克斯坦	2	205	2	273
柬埔寨	1	124	1	168
吉尔吉斯斯坦	1	78	1	105
乌兹别克斯坦	1	155	1	203
坦桑尼亚	1	124	2	168
赞比亚、马拉维	-	-	-	175
合计	58	7392	63	11651

资料来源：公司公告，华安证券研究所

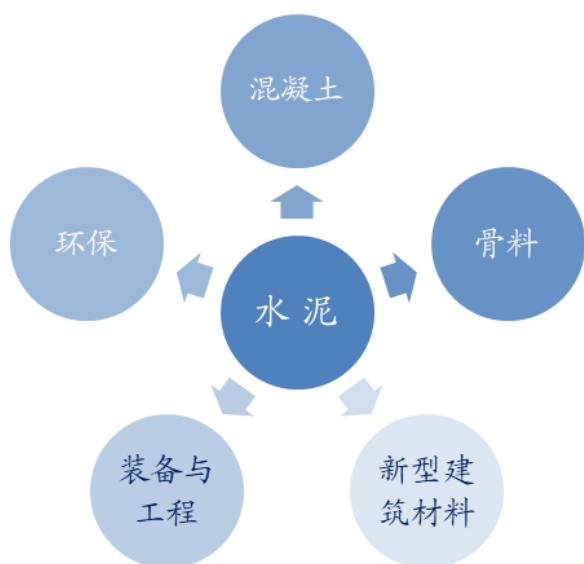
产业链纵向发展，公司在主营水泥业务的基础上，前瞻转型水泥产业链一体化，先后增加了商品混凝土、骨料、水泥基高建材材料的生产和销售，水泥窑协同处置废弃物的环保业务，国内/国际水泥工程总承包、水泥窑协同处置技术的装备与工程承包等相关业务。公司在行业较早实现纵向一体化发展，是行业内少数拥有完整产业链、具备上下游全产业链一体化协同竞争优势的企业之一。

图表 8 水泥行业上下游示意图



资料来源：公司香港联合交易所上市文件，华安证券研究所

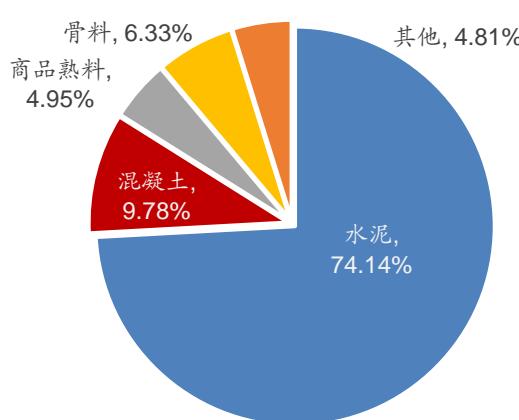
图表 9 公司主要业务布局



资料来源：公司官网，华安证券研究所

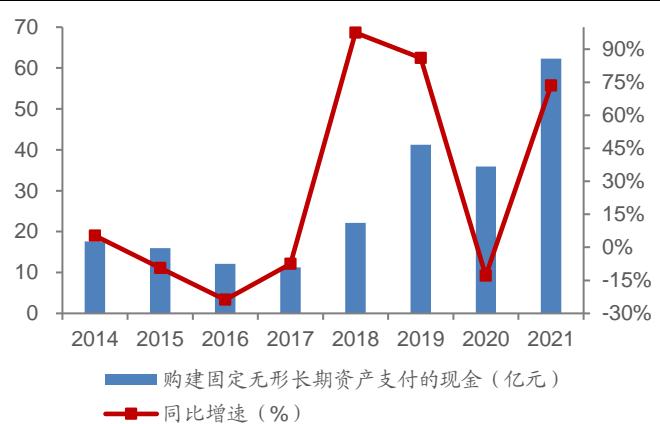
随着公司产业链一体化布局的加速发展，以骨料、混凝土为代表的非水泥业务快速增长。2021年，公司混凝土、骨料业务分别实现收入31.75/20.54亿元，分别同比增长68.94%/73.57%。从收入占比的角度来看，2021年，混凝土、骨料业务收入占比分别为9.78%/6.33%，同比提高3.38/2.30 pct。

图表 10 2021公司各项业务收入占比 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 2014-2021公司购建固定无形长期资产支付的现金及同比增速(亿元, %)



资料来源：wind，华安证券研究所

高资本开支助力公司一体化转型，“十四五”全产业链多点开花。2021年，公司加快一体化转型，快速推进骨料、墙材、混凝土、工程及装备、包装、助磨剂、环保业务的发展。截至2021年底，公司已具备商品混凝土4380万方/年、骨料1.54亿吨/年、综合环保墙材5.4亿块/年、加气混凝土产品（砖、板）85万方/年、

砂浆 30 万吨/年、超高性能混凝土 4 万方/年、民用幕墙挂板 80 万平方/年、工业防腐瓦板 300 万平米/年、石灰 69 万吨/年、水泥设备制造 5 万吨/年、水泥包装袋 7 亿只/年及废弃物处置 553 万吨/年（含在建）的产能。

公司 2021 年资本开支（以购建固定无形长期资产支付的现金计）62.29 亿元，同比大幅增长 73.54%。根据公司 2021 年度报告中公告的 2022 年度经营计划，公司 2022 年计划资本支出 122 亿元，同比增长约 96%；将主要用于骨料、海外水泥和产业链一体化业务的投资。

图表 12 公司产能布局计划情况

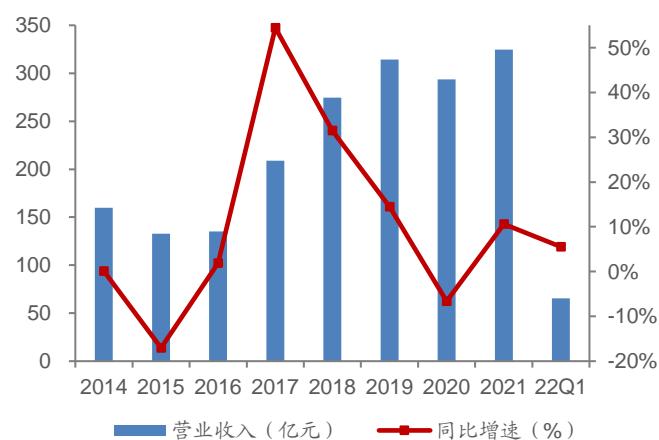
产品	生产线所在地	开工日期	预期竣工日期	预期设计年产能	预期总资本开支（亿元）	预期投资回收期	预期收支平衡点
骨料混凝土	华中、华东 西南、海外	2020 年 8 月- 2022 年 2 月	2022 年 3 月- 2022 年 12 月	1.05 亿吨骨料、 3100 立方米混凝土	127.19	0.4-9.6 年	2022 年、 2023 年
水泥	海外	2019 年 3 月	2022 年 4 月	110 万吨	10.06	5.6 年	2022 年
环保新材料	华中、华东	2021 年 1 月- 2022 年 2 月	2022 年 8 月- 2022 年 12 月	6 亿块环保砖、 100 万吨磷石膏	4.38	2.6-8.5 年	2022 年、 2023 年
危险废物处置	华中	2020 年	2022 年 12 月	15 万吨危废处理	2.6	2 年	2024 年

资料来源：公司香港联合交易所上市文件，华安证券研究所

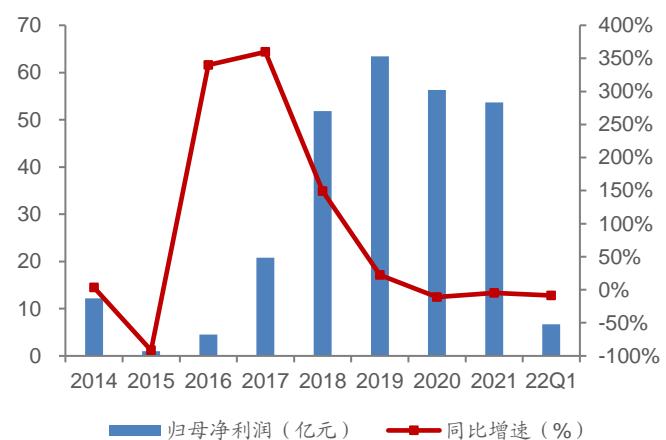
1.3 业绩增长穿越周期，稳中求进

2021 年，公司实现营业收入 324.64 亿元，同比增长 10.59%，2017-2021 年 CAGR 为 9.22%；实现归母净利润 53.64 亿元，同比下降 4.74%，2017-2021 年 CAGR 为 20.89%。从行业整体来看，2021 年规模以上水泥企业主营业务营收同比增速为 7.3%；利润总额同比下降 10.0%；公司的营收和业绩增速均优于行业整体水平，具备穿越周期的实力。

图表 13 2014-2022 Q1 公司营业总收入及同比增速
(亿元, %)



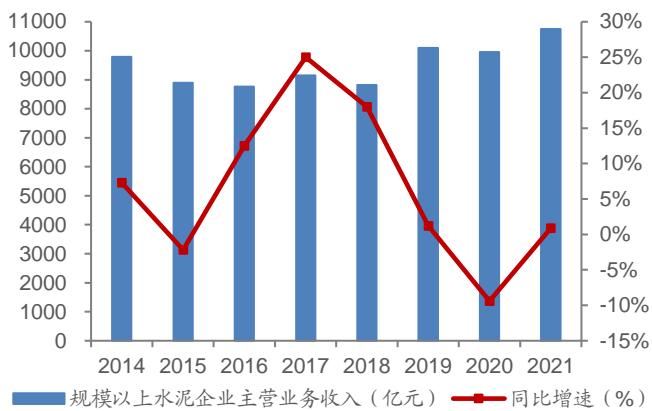
图表 14 2014-2022 Q1 公司归母净利润及同比增速
(亿元, %)



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 2014-2021 规模以上水泥企业主营业务收入及同比增速(亿元, %)



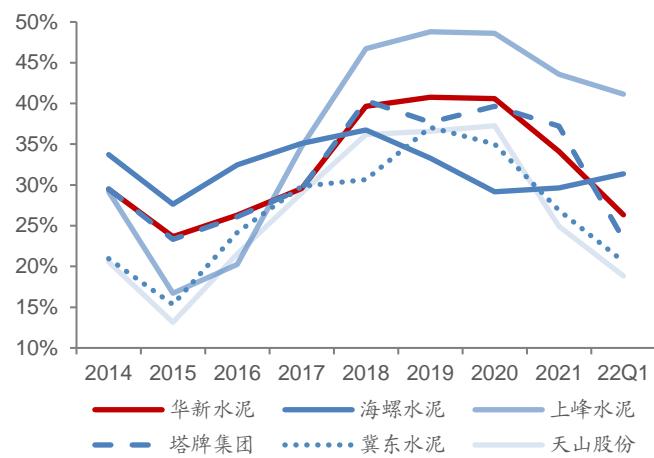
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 2011-2021 规模以上水泥企业利润总额及同比增速(亿元, %)



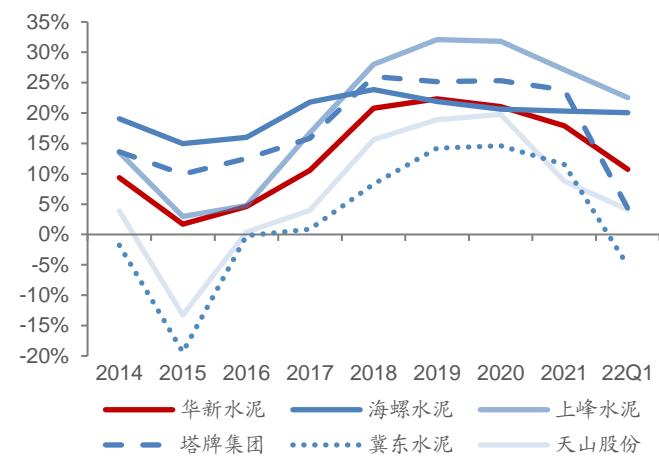
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 2014-2022 Q1 可比公司销售毛利率(%)



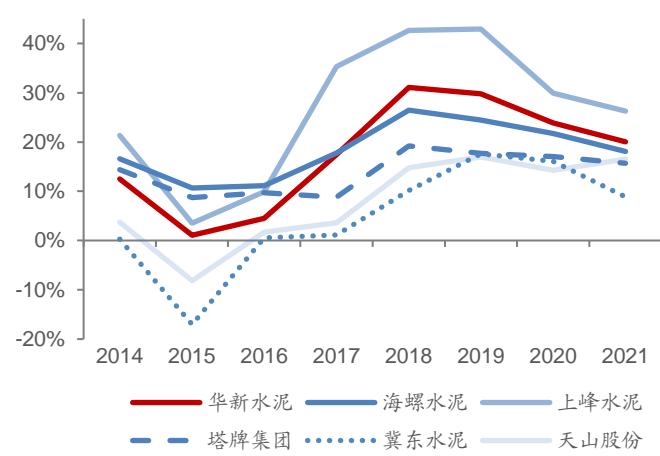
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 2014-2022 Q1 可比公司销售净利率(%)



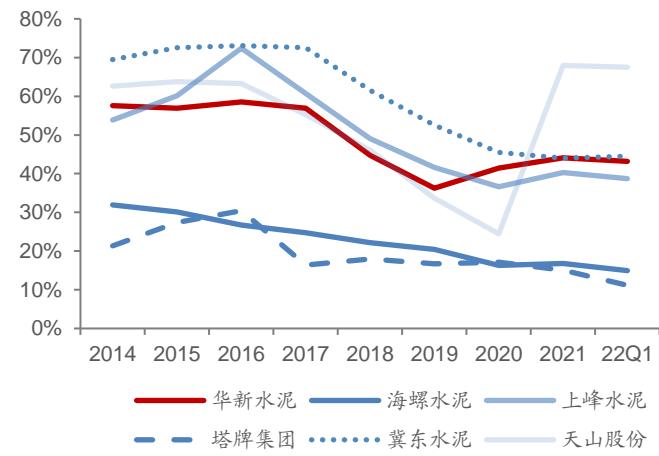
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 2014-2021 可比公司 ROE(摊薄)(%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 2014-2022 Q1 可比公司资产负债率(%)

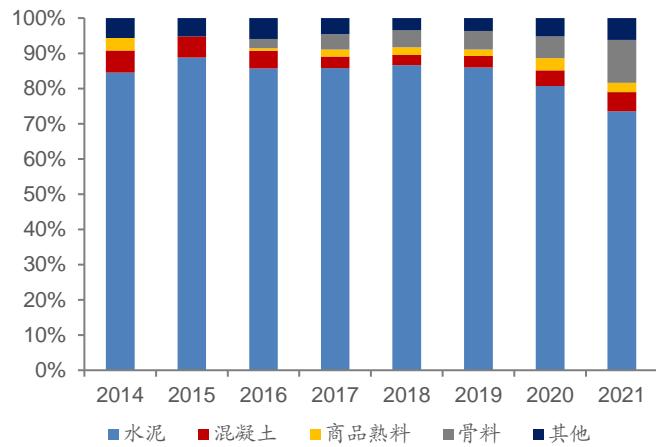


资料来源: wind, 华安证券研究所

2022 Q1 公司实现营业收入为 65.31 亿元，同比增长 5.52%；归母净利润为 6.72 亿元，同比下降 8.51%。受动力煤等主要燃料价格大幅上涨的影响，公司 2021-2022 Q1 盈利略承压；2021 年及 2022 Q1 公司销售毛利率分别为 35.29%/26.34%，分别同比下降 4.46/ 6.35 pct；净利率分别为 17.88% /10.73%，分别同比下降 3.15 /2.27 pct。

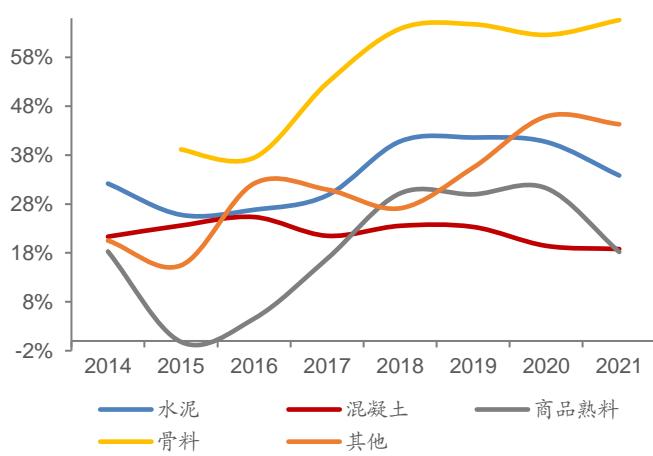
分业务来看，2021 年公司水泥/混凝土/商品熟料/骨料/其他业务的毛利率分别为 33.83% /18.80% /18.19% /65.62% /44.32%，分别同比-5.31 /-0.65 /-13.05 /+3.14/ -1.58 pct。受原材料与燃料价格上涨影响，公司水泥、商品熟料业务的毛利率有所下降；骨料与其他水泥产业链一体化协同业务的毛利率较高，且随着公司非水泥业务的扩张，规模效应逐渐显现，非水泥业务的毛利率与毛利润双升。

图表 21 2014-2021 各项业务毛利占比 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

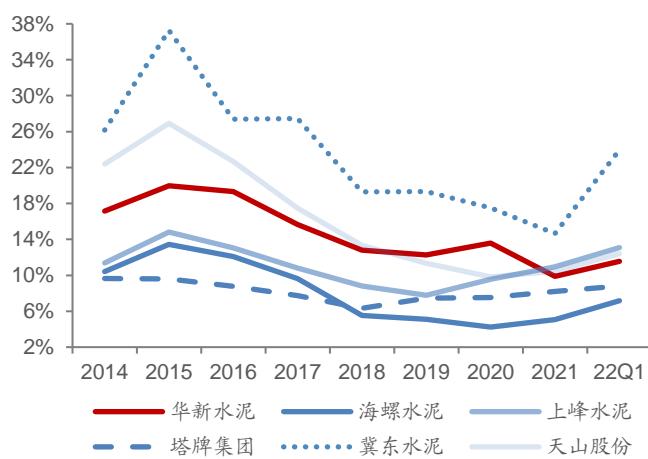
图表 22 2014-2021 公司各项业务毛利率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

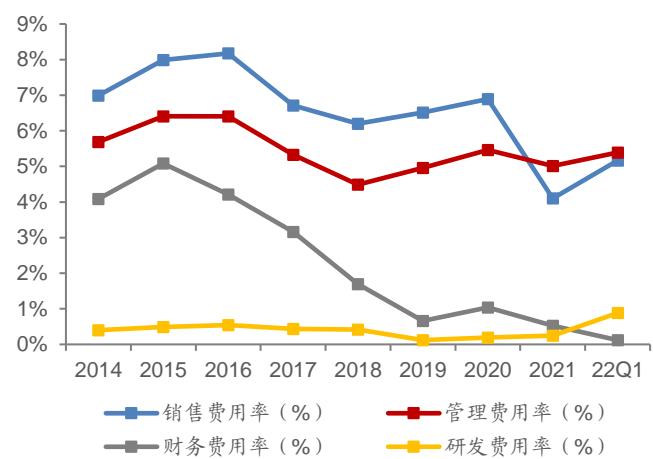
公司近年降本增效成果突出，期间费用率显著下行。2021 年，公司期间费用率为 9.88%，同比下降 1.68 pct（将 2020 年费用率按新收入准则调整）；其中销售费用率同比下降-1.68 pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.10% /5.01% /0.52% /0.25%，分别同比-0.85 /-0.45 /-0.52 /+0.05 pct。

图表 23 2014-2022 Q1 可比公司销售期间费用率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 2014-2022 Q1 公司各项费用率情况 (%)



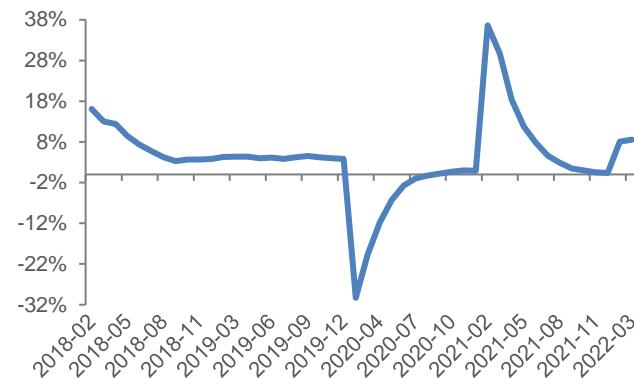
资料来源：wind，华安证券研究所

2 区域需求有亮点，供给格局尚存改善空间

2.1 “稳增长”加码基建，疫后需求或集中释放

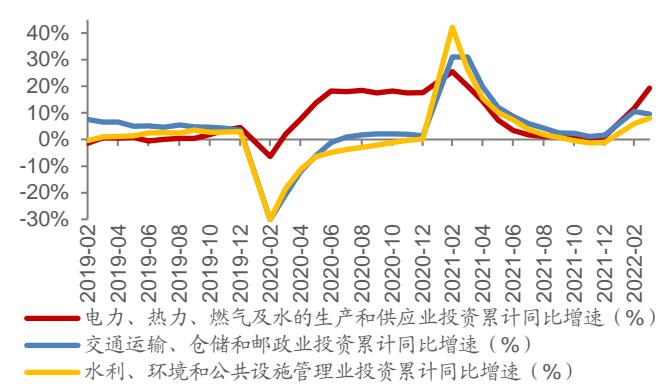
基建端的水泥需求，我们认为总体趋势是短期需求景气上行，中长期空间大。2022年全面加强基础设施建设是稳增长的重要抓手。2022年1-4月，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速为6.5%；在当前资金与项目均充足的支撑下，基建投资高增速将有望维持。

图表 25 基建投资（不含电力）累计同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 各类型基建投资累计同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

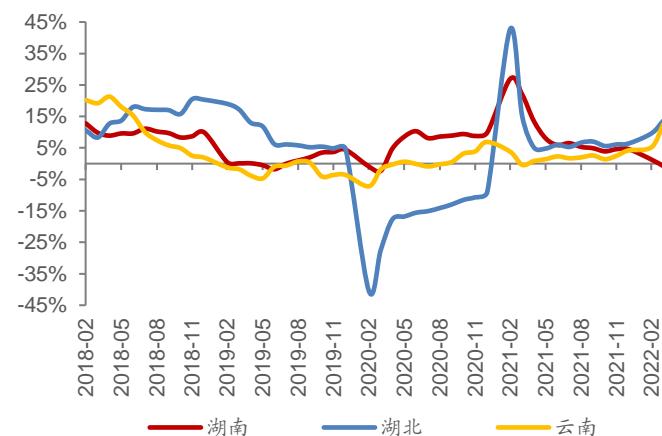
图表 27 2020-2022 当月新增地方政府债券投向（亿元）

年度	月	新增地方政府债券（亿元）	交通基础设施	市政建设及产业园区基础设施	保障性安居工程	生态环保	社会事业	农林水利	能源/城乡冷链物流基础设施	其他
2020	1	7851	2004	2655	4	576	1507	897	103	105
	2	4379	1248	1496	57	687	215	502	29	145
	3	3194	678	844	204	304	619	423	52	71
	4	1202	247	356	19	127	249	170	7	27
	5	10398	2473	3199	277	772	2684	763	211	19
	6	845	158	235	17	28	335	32	25	16
	7	422	71	30	171	12	111	20	0	7
	8	9209	1648	1953	2118	536	1668	880	108	299
	9	5546	700	1303	1811	275	831	494	44	88
	10	1899	283	387	575	67	443	97	8	39
	12	74	1	20	47	0	6	0	0	0
2021	3	250	65	54	76	3	32	8	0	12
	4	3399	695	955	392	194	561	432	24	147
	5	5701	1050	1506	834	259	1199	591	59	203
	6	5335	1033	1536	669	190	941	588	68	311
	7	4033	897	1030	720	212	818	239	41	76
	8	5930	973	1664	878	277	1102	460	85	493
	9	5716	779	1335	1091	196	889	368	75	983
	10	6144	1165	2122	730	320	1163	464	113	67
	11	5949	1121	2003	767	236	1197	521	69	34
	12	1136	252	318	272	51	170	47	4	24
2022	1	5837	1313	1867	647	214	985	580	115	116
	2	4939	956	1389	729	190	949	562	68	96

资料来源：财政部，华安证券研究所

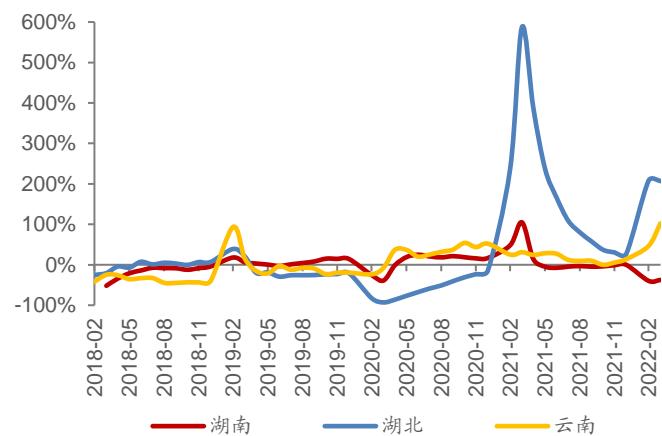
基建高景气，资金与项目双双充裕。从公司核心经营区域的湖北、湖南以及云南三省来看，资金方面，2022年1-3月，湖北/湖南/云南新开工项目计划总投资高速增长，累计同比增速分别为207%/38%/102%，固定资产施工项目计划总投资累计同比增速分别为13.7%/-0.8%/12.6%。

图表 28 2018-2022 湖北/湖南/云南固定资产施工项目计划总投资累计同比增速 (%)



资料来源：wind, 华安证券研究所

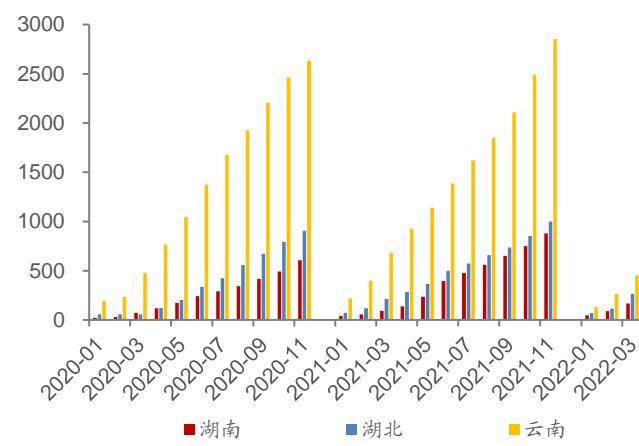
图表 29 2018-2022 湖北/湖南/云南固定资产新开工项目计划总投资累计同比增速 (%)



资料来源：wind, 华安证券研究所

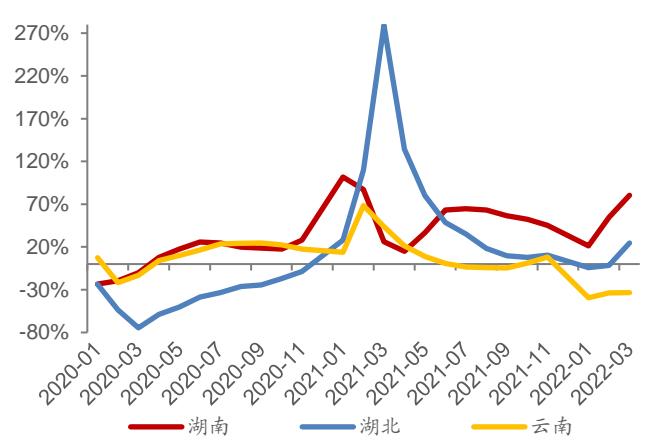
从公路建设投资来看，2022年1-3月，湖南/湖北/云南的公路建设投资分别为167/265/454亿元，同比增长81%/25%/-33%。项目方面，从各省工作报告中的重大工程项目规划来看，“十四五”期间，中南/西南地区多省规划的铁路项目建设任务规模依然较大，将进一步支撑基建端的水泥需求。

图表 30 2020-2022 湖南/湖北/云南公路建设累计投资额(亿元)



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 31 2020-2022 湖南/湖北/云南公路建设投资额累计同比增速 (%)



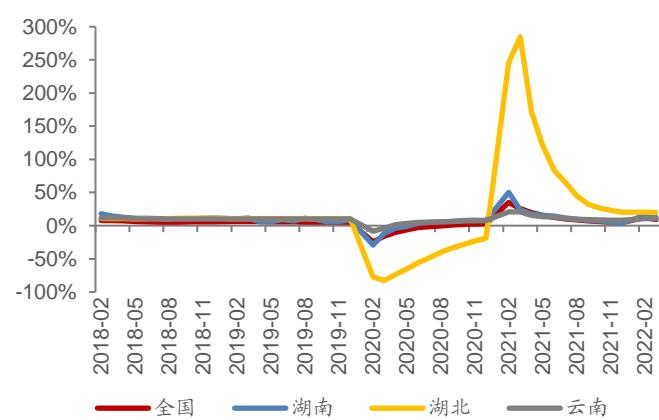
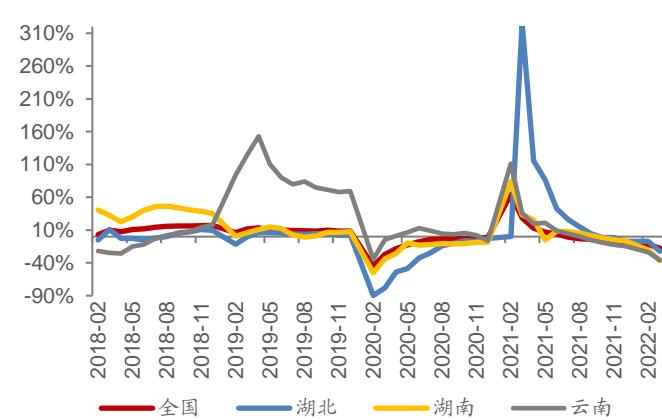
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 32 2022 年中南/西南各省部分重大工程项目建设任务

地区	重大工程项目建设任务
中南	河南 开工建设郑州枢纽小李庄站、呼南高铁焦济洛平段、平漯周高铁、京港台高铁雄安至商丘段、S2 线贾鲁河至登封段；加快南信合高铁、郑州北编组站综合提升工程前期工作
	广西 开工建设南防铁路钦州至防城港段增建二线、岑溪至罗定、合浦至湛江等铁路项目；续建贵阳至南宁铁路、防东铁路等 7 个项目
	广东 推进广湛、广汕汕、深江、深汕、珠肇、梅龙等高铁建设；做好漳汕、深南、广珠（澳）、广清永高铁和广深高铁新通道等项目前期工作；推进广佛环线、广清、深惠、广佛江珠等城际项目
	湖北 加快沿江高铁、西十高铁等 15 个铁路项目建设
	湖南 重点抓好长赣高铁、常益长高铁等十大基础设施项目
	海南 全方位推进湛海高铁建设等“十四大交通工程”
西南	云南 加快渝昆高铁等重点项目建设；确保大瑞铁路大保段、弥蒙铁路、丽香铁路建成通车；推进大丽攀、文蒙铁路全面开工建设
	四川 启动建设成德、成眉市域（郊）铁路，加快建设成资市域（郊）铁路，推进都市圈环线铁路前期工作；加快川藏铁路及其配套公路、成达万高铁、成自宜高铁、渝昆高铁四川段建设，力争西渝高铁等具备开工建设条件；加快成都至隆昌段扩能改造和隆昌至叙永至毕节铁路建设，加大力度协同推动黄桶至百色铁路建设，加快成兰铁路、西成铁路四川段建设
	重庆 加快推进成渝中线、渝万、渝昆、成达万、渝湘高铁重庆至黔江段、重庆东站等在建项目；启动建设渝西、渝宜高铁，提速渝贵、渝湘高铁黔江至吉首段等项目前期工作
	贵州 加快贵阳至南宁、盘州至兴义等铁路建设
	西藏 支持配合川藏铁路建设；加快青藏铁路格拉段、拉日段电气化改造

资料来源：各省 2022 年政府工作报告，华安证券研究所

2022 年 4 月底召开的中央会议中明确“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，5 月 15 日央行发布通知，细化差别化住房信贷政策，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。并且在全国统一贷款利率下限基础上，央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。在房地产政策端持续放松推动下，房地产基本面筑底企稳进度或将加快，房建端的水泥需求也将相应有所回暖。

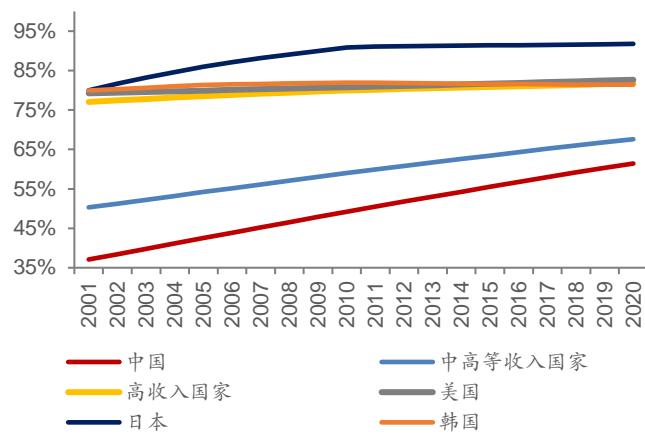
图表 33 2018-2022 全国/湖北/湖南/云南房地产投资
累计同比增速（%）图表 34 2018-2022 全国/湖北/湖南/云南房屋新开工
面积累计同比增速（%）

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

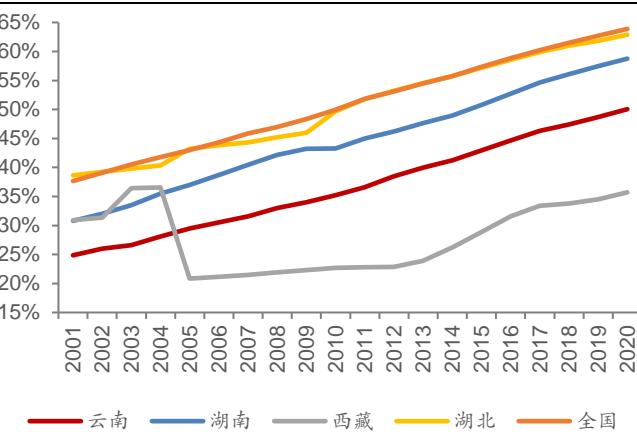
2022年5月，中共中央办公厅、国务院印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》要求到2025年以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展，明确了城镇化建设的重要性。中长期来看，我国的城镇化建设虽然在近年来取得了突出的成绩，全国城镇化率突破60%，但较美、日等中高等收入国家相比还有较大的发展空间；并且我国各区域的城镇化率相差较大，西南、西北等区域的城镇化进程相比于东部较慢，中长期内依然有大量的城镇化建设项目的需求，进而支撑水泥的需求。

图表 35 中国与美国/韩国/日本/城镇化率



资料来源：world bank, 华安证券研究所

图表 36 云南/湖南/湖北/西藏/全国城镇化率

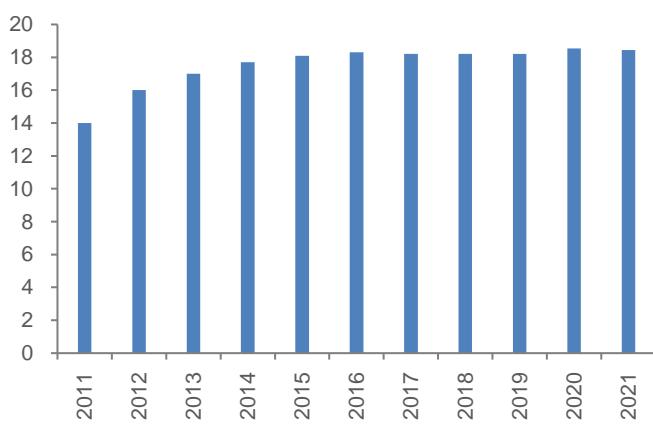


资料来源：wind, 华安证券研究所

2.2 西南水泥产能集中度较低，格局优化空间广阔

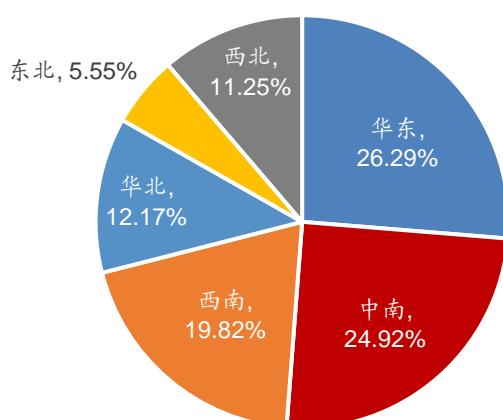
根据中国水泥网的统计，2021年，全国水泥熟料产能总计约18.43亿吨，其中，2021年全国新投产熟料线21条，年产能合计3183.7万吨。与2020年相比，2021年新投产熟料产能减少579.7万吨，低效产能持续退出。2021年，水泥熟料新投产产能主要分布在陕西、贵州、广西、云南等。

图表 37 2011-2021 全国水泥熟料产能（亿吨）



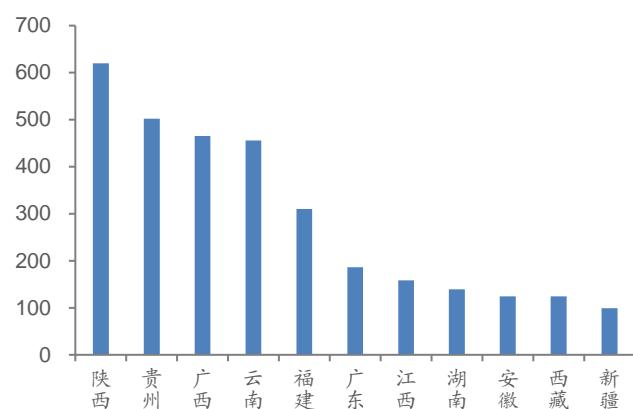
资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 38 2021 全国各区域水泥熟料产能占比 (%)



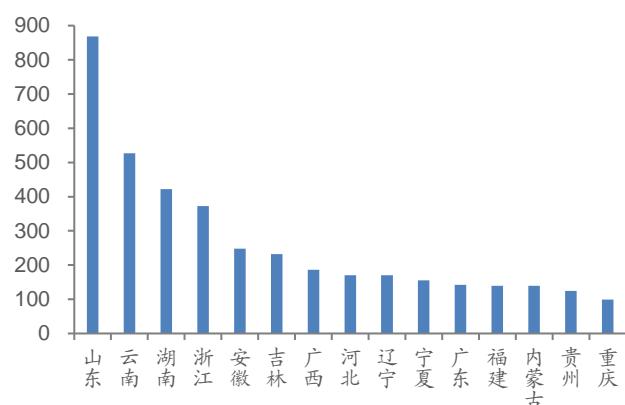
资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 39 2021 年各省水泥熟料新投产产能 (万吨)



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

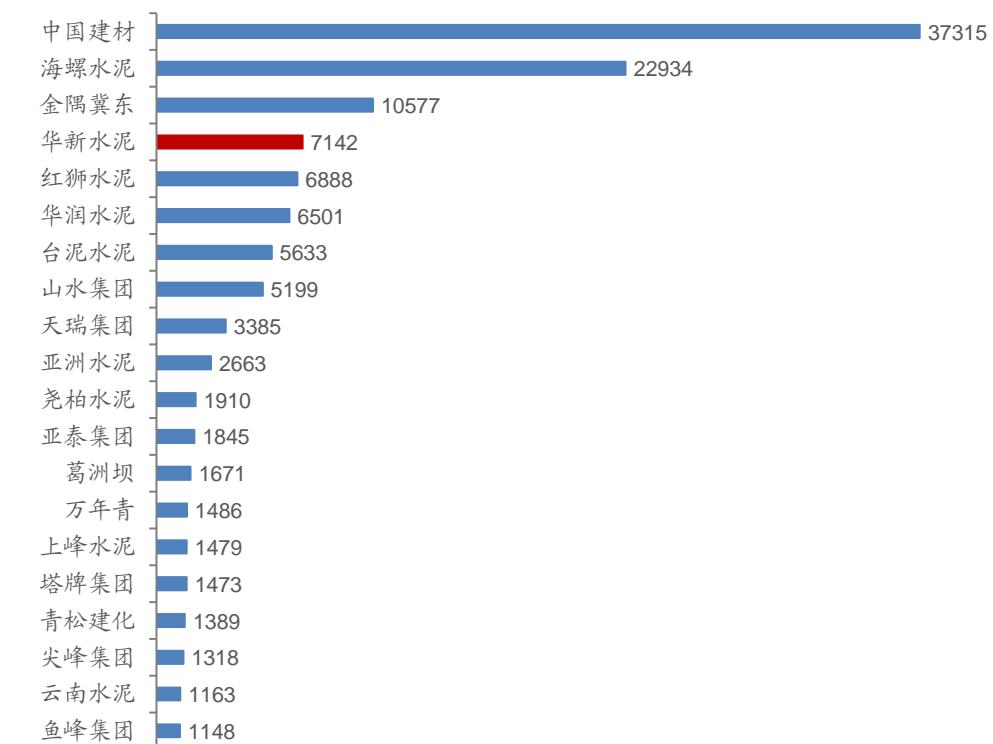
图表 40 2021 年各省水泥熟料产能置换情况 (万吨)



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

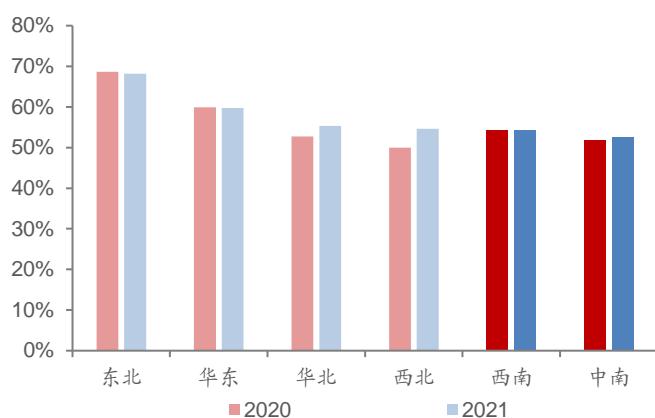
2021 年，水泥行业产能排名前 20 的企业占全行业产能的比例为 66.79%，同比提高 0.73 pct；排名前 10 的企业产能占比为 58.71%，同比提高 0.7 pct。近年我国水泥行业的集中度持续提升，然而与美、日（日本水泥行业 CR4 约 80%）等相比我国水泥行业的集中度仍有进一步的提升空间。分区域来看，西南水泥市场的集中度相比其他区域较低，改善空间相对更大。

图表 41 2021 年全国水泥熟料企业年产能排名前二十名 (万吨)



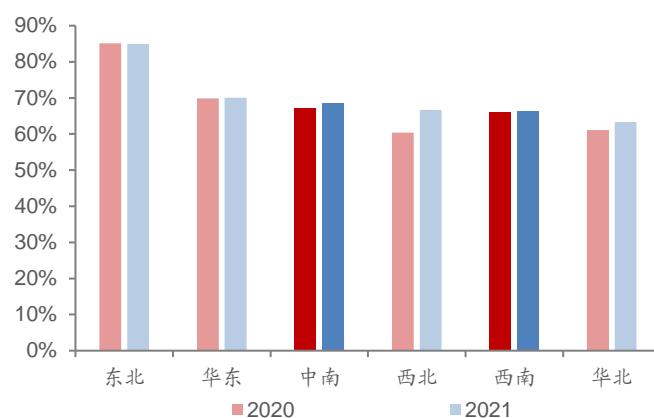
资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 42 2020/2021 分地区水泥熟料产能 CR 5 (%)



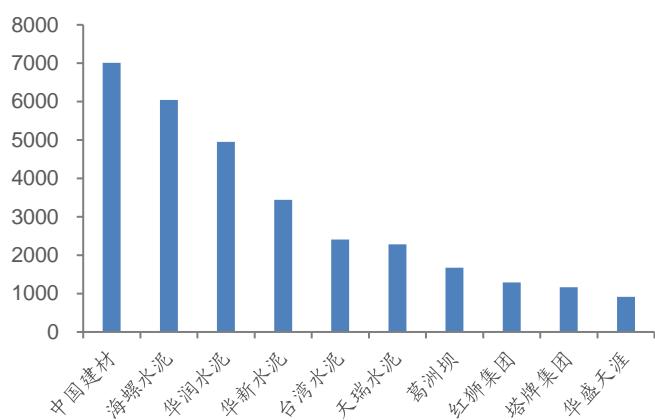
资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 43 2020/2021 各地区水泥熟料产能 CR 10 (%)



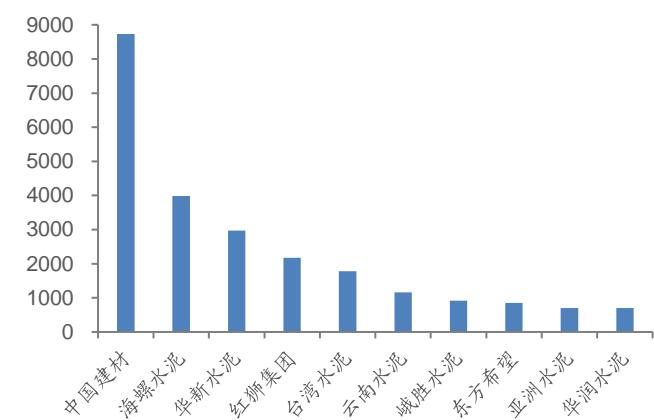
资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 44 中南地区水泥熟料产能 TOP 10 (万吨/年)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 45 西南地区水泥熟料产能 TOP 10 (万吨/年)



资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 夏季错峰缓解库存压力，水泥价格中枢有望上移

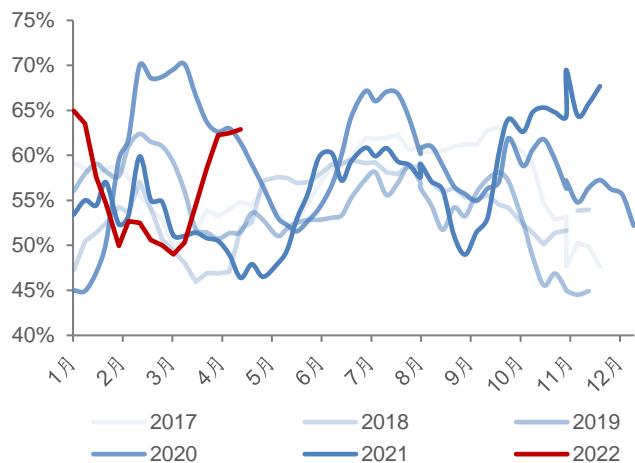
2022 年，在疫情有所反复的影响下，项目施工、开工节奏放缓，水泥需求量下滑，水泥库存相应走高；价格也因此较年初高点有所下滑。5 月以来，为缓解库存压力，多地发布二季度水泥错峰生产计划，部分地区的停窑时间再次延长。

图表 46 部分地区 2022 年二季度水泥错峰生产计划

区域	错峰生产安排
江西	49 条生产线 2022 年 5 月 10 日-5 月 19 日错峰生产 10 天
贵州	2022 年二季度每条生产线在错峰生产停窑 40 天基础上再增加 5 天
湖南	停窑 15 天
重庆	5 月停窑 15 天

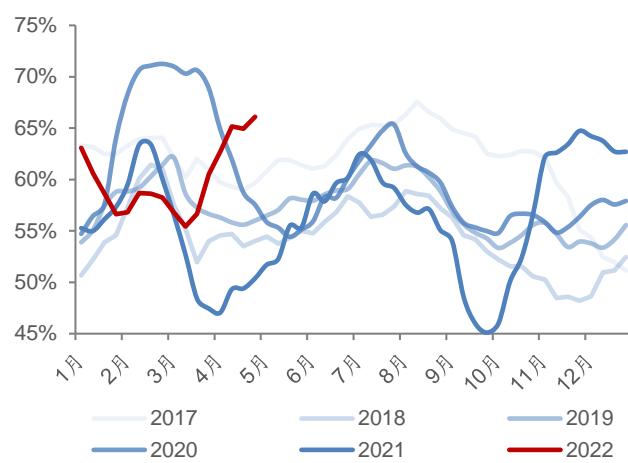
资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 47 2017-2022 全国熟料库容比 (%)



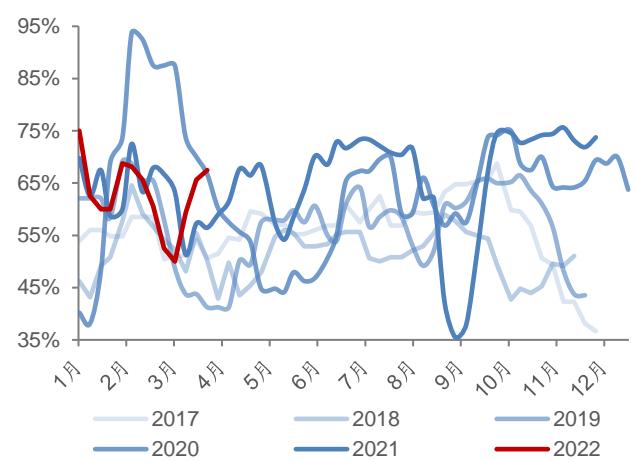
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 48 2017-2022 全国水泥库容比 (%)



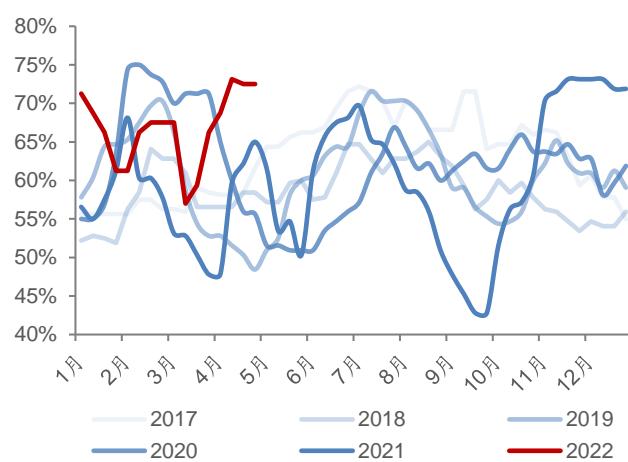
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 49 2017-2022 西南地区熟料库容比 (%)



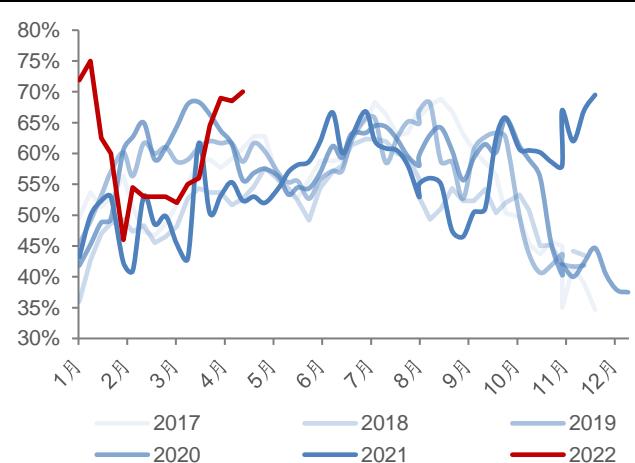
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 50 2017-2022 西南地区水泥库容比 (%)



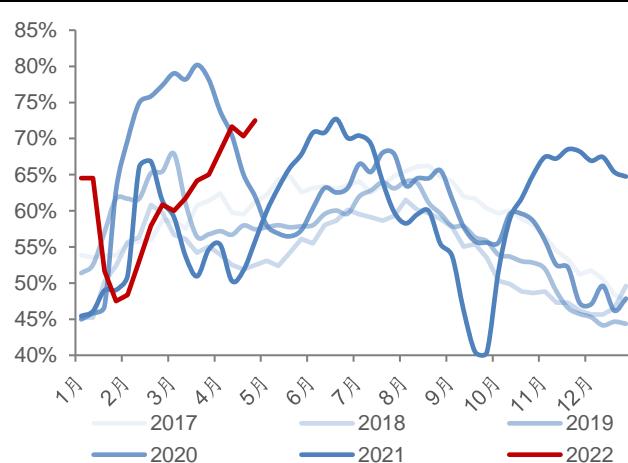
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 51 2017-2022 中南地区熟料库容比 (%)



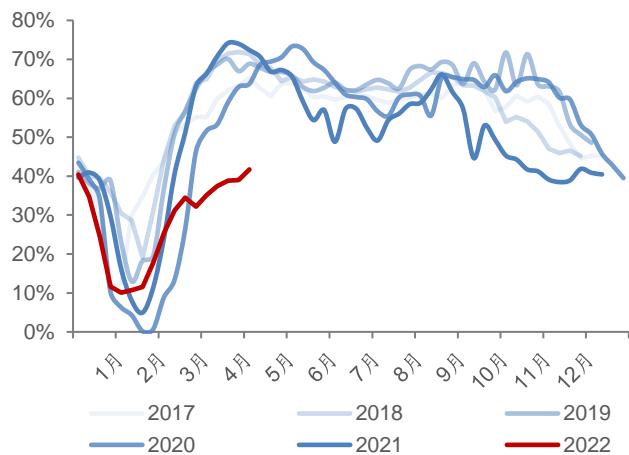
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 52 2017-2022 中南地区水泥库容比 (%)



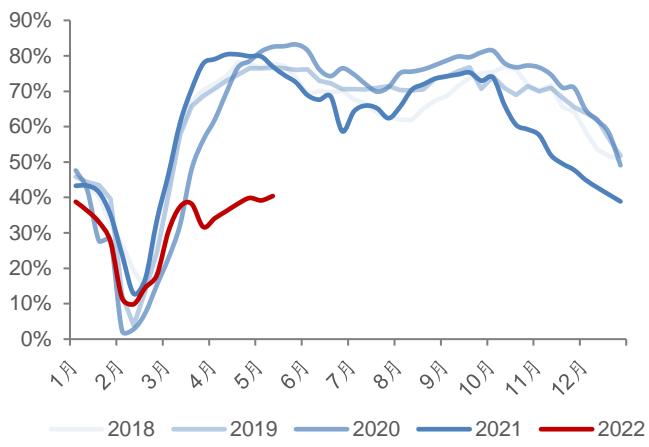
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 53 2017-2022 全国磨机运转率 (%)



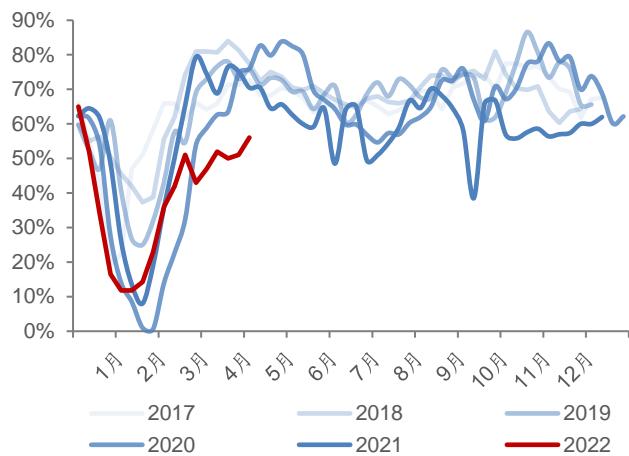
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 54 2017-2022 全国水泥全国水泥发运率 (%)



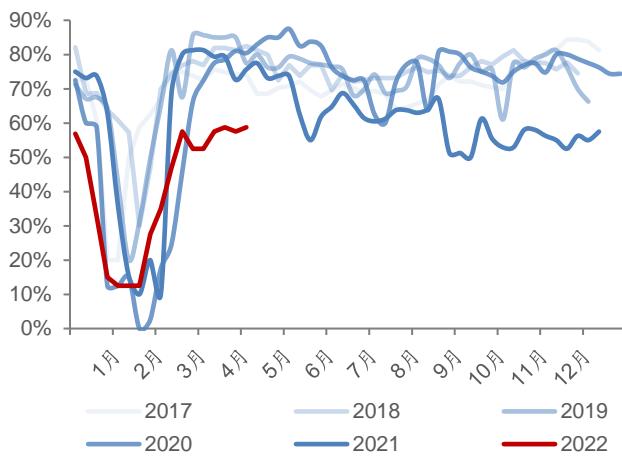
资料来源: 中国水泥网, 华安证券研究所

图表 55 2017-2022 中南地区磨机运转率 (%)



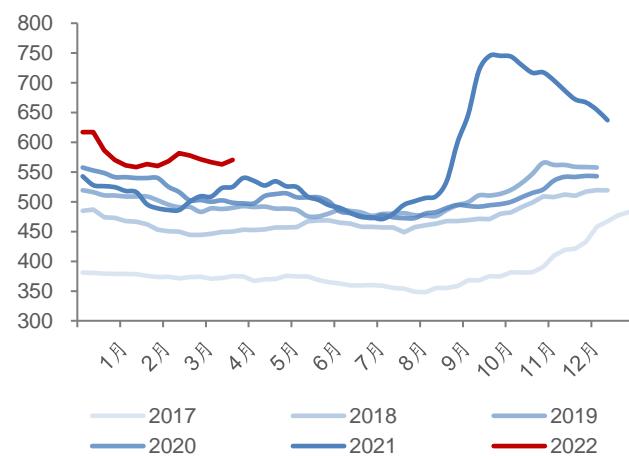
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 56 2017-2022 西南地区磨机运转率 (%)



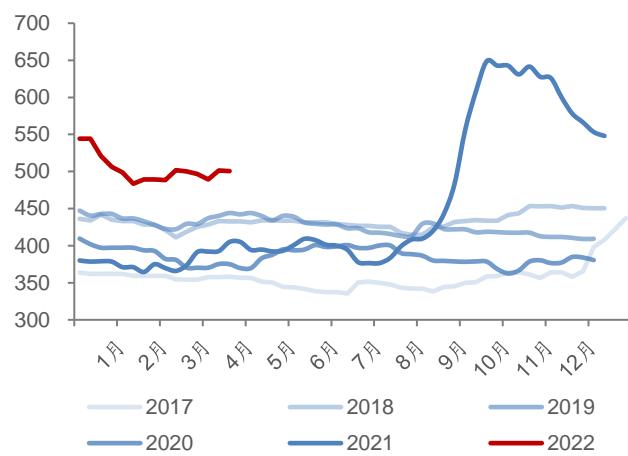
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 57 2017-2022 中南地区水泥价格 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

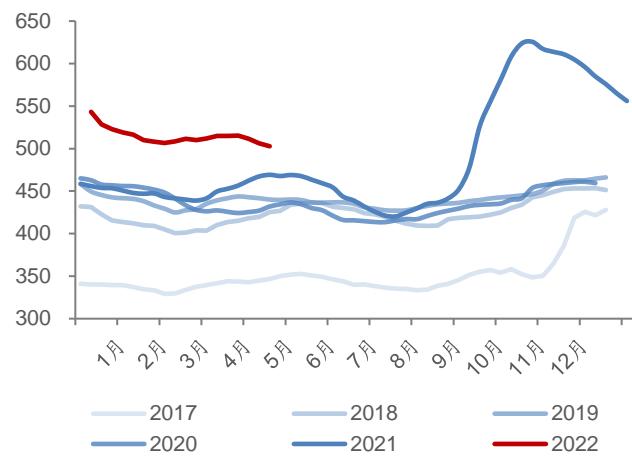
图表 58 2017-2022 西南地区水泥价格 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

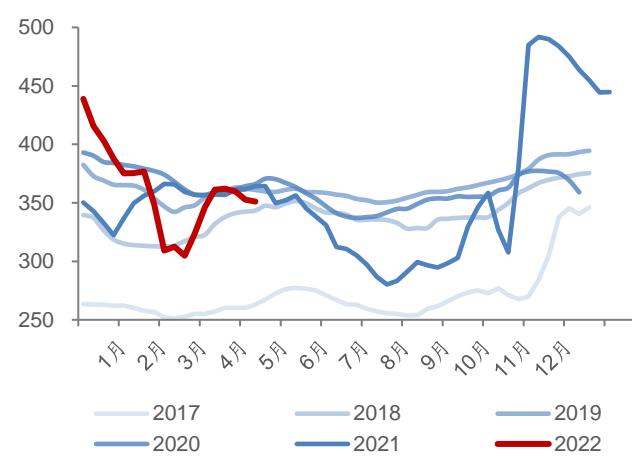
在当前基建端“全面加强基础设施建设”持续升温与房建端“因城施策”、“支持刚性和改善性住房需求”等房地产政策端持续放松的背景下，同时考虑到传统施工淡旺季的因素，我们认为 2022 年水泥需求将在 Q2 见底，Q3“金九银十”施工旺季将带来需求的加速回补；同时，经历夏季错峰生产后水泥库存得以优化，供需的双重好转将推动水泥价格进入上行通道。从中长期来看，严格产能置换与错峰生产推动水泥行业供需格局的持续优化，价格端将维持韧性。

图表 59 2017-2022 全国水泥价格（元/吨）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 60 2017-2022 水泥煤炭价格差（元/吨）



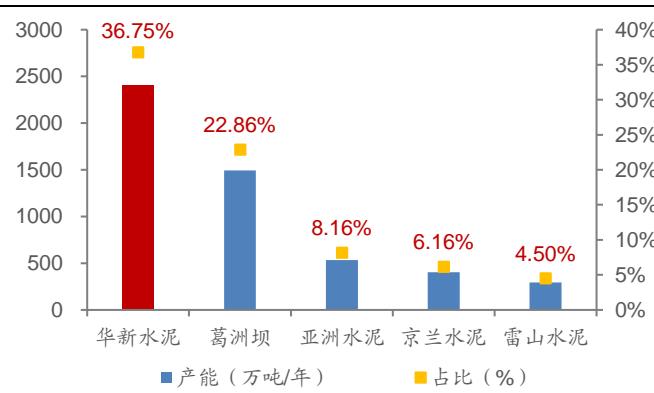
资料来源：iFinD，wind，华安证券研究所

3 水泥主业稳健，产业链一体化贡献高弹性

3.1 两湖水泥市场韧性强，云南边际改善可期

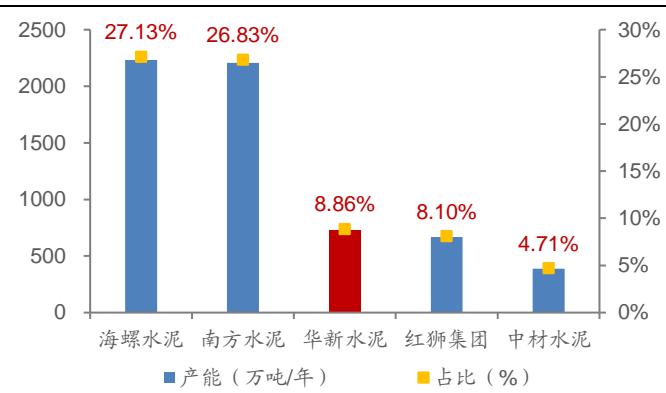
公司的主要经营地区一湖北位于长江中游，是重要的交通枢纽，多条河流流经省内，水路交通资源丰富，拥有连接全国各地的地理优势。同时，水路承载量大且运输成本相对低廉，为公司向水泥需求量较旺盛的华东地区运输产品提供便利条件。

图表 61 2021 湖北水泥产能前 5 及占比（万吨/年，%）



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 62 2021 湖南水泥产能前 5 及占比（万吨/年，%）

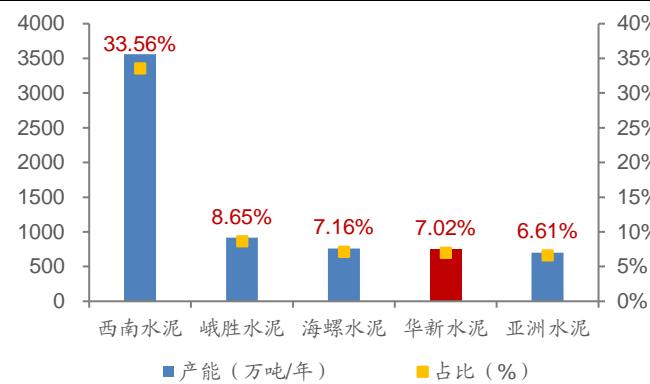


资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

两湖市场韧性较强，湖北/湖南的水泥市场发展相对成熟，市场集中度高。公司在两湖水泥市场的市占率领先，根据中国水泥网的统计，2021 年公司在湖北、湖南的水泥产能分别占全省的 36.8% / 8.9%。公司有望凭借较高的市占率及长期建

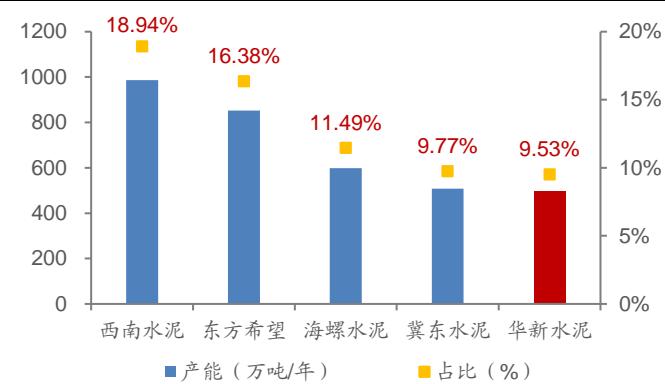
立起的成熟庞大的销售网络，在两湖水泥市场中占据较强的定价权。

图表 63 四川水泥产能前 5 及占比 (万吨/年, %)



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

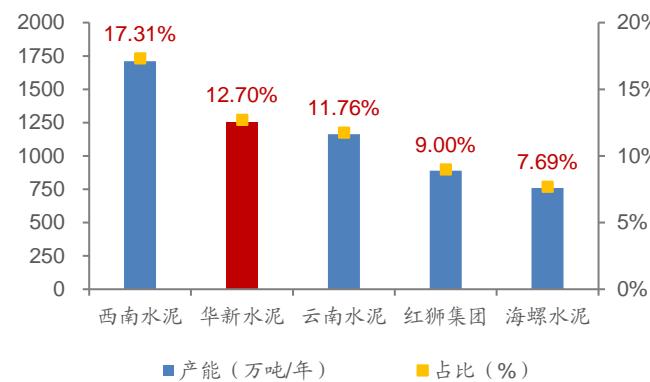
图表 64 重庆水泥产能前 5 及占比 (万吨/年, %)



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

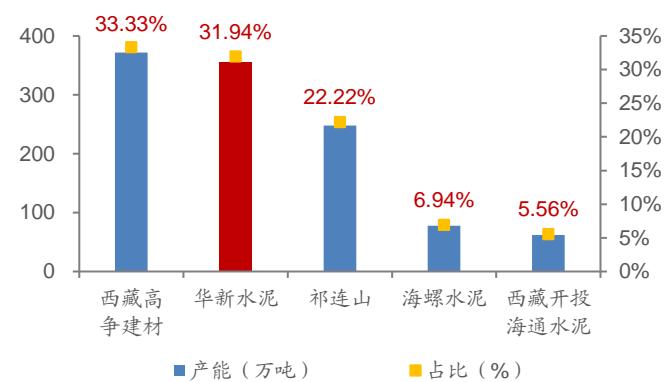
云南市场边际改善弹性大，云南由于地势与交通网络较为复杂，水泥市场区域分化较为明显且水泥产能的集中度较低，2021 年云南水泥产能 CR 5 约为 58.5%，与两湖接近 80% 的集中度相比还存在提升的空间。截至 2021 年底，公司在云南共建有水泥熟料生产线 14 条，产能约占公司总产能的 21%。公司在云南的产线布局主要集中在物流基础设施相对便利的中部及西北部地区，为公司继续开拓云南水泥市场、提升市占率奠定基础。

图表 65 2021 云南水泥前 5 及占比 (万吨/年, %)



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

图表 66 2021 西藏水泥产能前 5 及占比 (万吨/年, %)



资料来源：中国水泥网，华安证券研究所

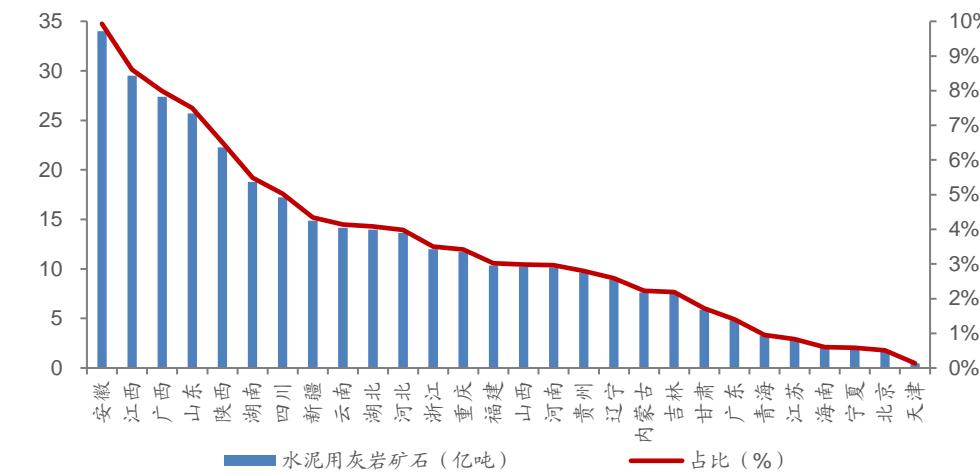
3.2 矿山资源丰富，区位优势尽显

水泥上游核心资源石灰石矿山资源化。近年来国家从环保、资源能源节约、土地利用以及生产方式上继续提高水泥行业准入门槛。我们认为，随着国家对石灰石矿产资源管理和建设项目审批方面的监管力度增强，将从上游方面对水泥行业产生几个重要影响：

1) 民采向企业自营转变，矿山资源集中化。民采石灰石一般没有开采设计，滥采滥挖，造成石灰石资源的极大浪费。同时，这种开采方式也容易造成大规模山体和植被的破坏，对矿区周边的生态环境形成严重危害。相比之下，企业自营矿山开采规模较大，资源利用率也较高。因此，未来民采石灰石逐步收紧，转变为企业发展模式是大势所趋。这会使大型水泥企业有机会“垄断”更多石灰石矿山资源，进一步提升熟料产能集中度。

2) 受治理力度加大影响, 矿山关停将持续。2019 年, 国家相继发布《关于做好关闭不具备安全生产条件非煤矿山工作的通知》、《关于加快推进露天矿山综合整治工作实施意见的函》等文件, 进一步依法整治不规范矿山。我们认为, 诸如景区和城镇化率较高地区的矿山将首先关停, 同时全国各地也将陆续关停大量不符合规范的矿山, 如《关于做好关闭不具备安全生产条件非煤矿山工作的通知》就重点明确了 5 类非煤矿山的整改政策。因此上游石灰石资源在未来必定面临供给逐步收紧的过程, 从原材料总量角度限制水泥总产能的天花板, 同时龙头企业的成本优势也会愈发明显。

图表 67 2020 各省水泥用灰岩矿石储量 (亿吨)



资料来源：自然资源部，华安证券研究所

长江沿岸的石灰石资源较丰富, 为公司水泥及熟料生产提供持续稳定原材料供应奠定坚实基础。截至 2021 年底, 公司已获得采矿许可证的石灰石及砂页岩资源总储量约 36 亿吨, 矿山主要分布于鄂东、鄂西、湖南、云南、西南 (川渝、西藏)。

图表 68 公司石灰石采石场储量及矿山服务年限 (万吨, 年)

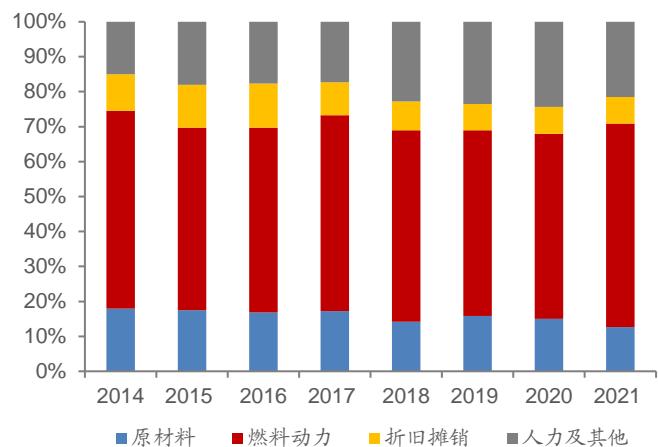
区域	石灰石采石场储量 (万吨)	余下矿山服务年限 (年)
湖北	157530	4.4-54.1
河南	980	4.7-4.7
湖南	30330	4.9-62.8
四川	10040	26-45.7
贵州	3780	10.1-36.3
西藏	12980	3.3-41.1
重庆	18700	16.7-25.7
云南	80080	1.8-76.8
海外	45170	7.1-127.1
总计	359590	-

资料来源：公司香港联合交易所上市文件，华安证券研究所

公司大部分生产基地依矿石资源而建, 直接通过传送带将石灰石运至产线。公司石灰石综合利用率在 95% 以上, 其中, 黄石、宜昌、柬埔寨等生产年限较长的工厂, 石灰石矿产资源利用率已达到 100%, 实现无废石排放, 降低原材料成本的同

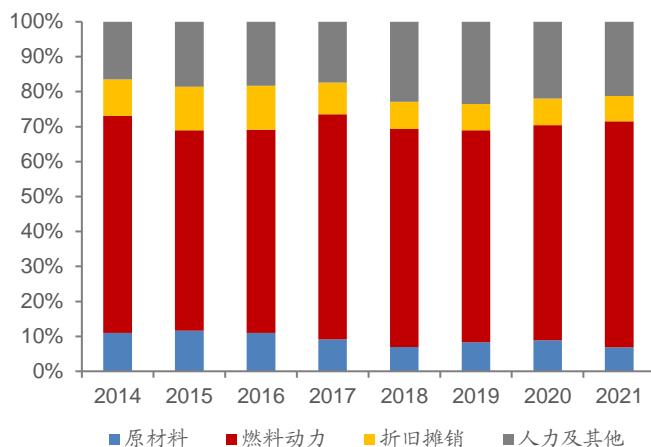
时，生产废料减少使环保治理成本降低。

图表 69 2014-2021 公司水泥业务各项成本占比 (%)



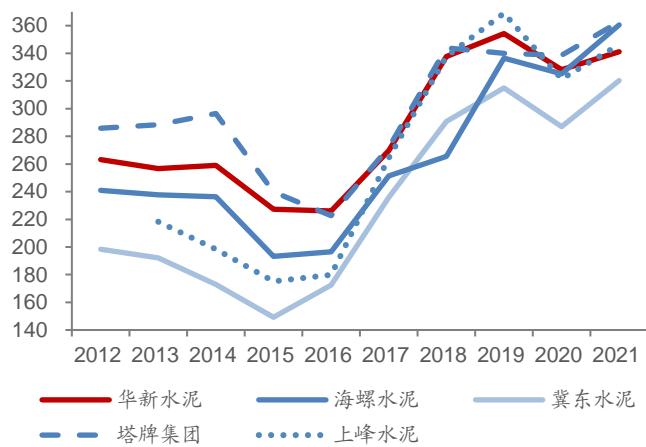
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 70 2014-2021 公司熟料业务各项成本占比 (%)



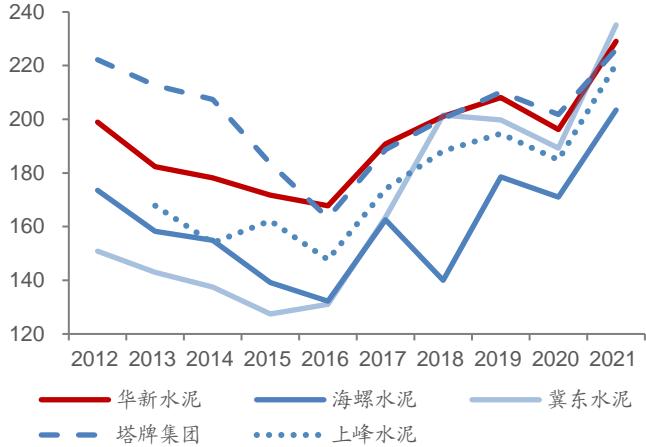
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 71 可比公司水泥及熟料吨销售收入 (元/吨)



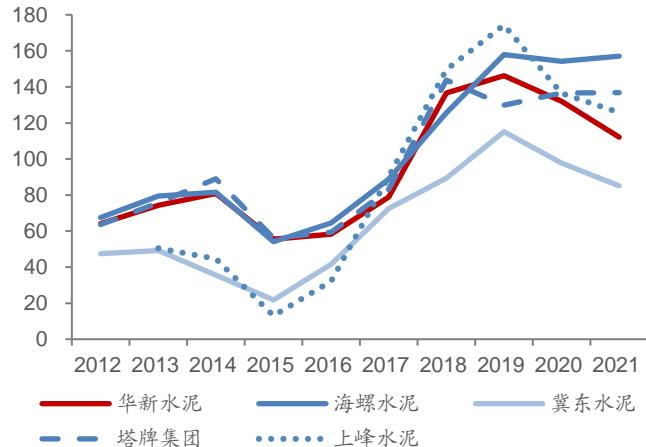
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 72 可比公司水泥及熟料吨成本 (元/吨)



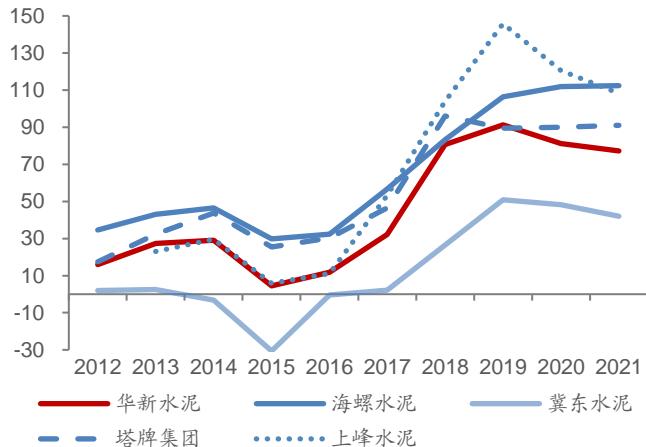
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 73 可比公司水泥及熟料吨毛利 (元/吨)



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 74 可比公司水泥及熟料吨净利润 (元/吨)



资料来源：wind, 华安证券研究所

从公司与行业主要可比公司水泥与熟料的吨指标来看，公司吨收入处于行业上游水平，然而由于吨成本偏高，导致公司吨毛利、吨净利目前处于行业中游水平。

水泥、熟料的生产成本主要由原材料、燃料动力、折旧摊销、人力及其他四项构成，可将吨成本指标进一步拆分：

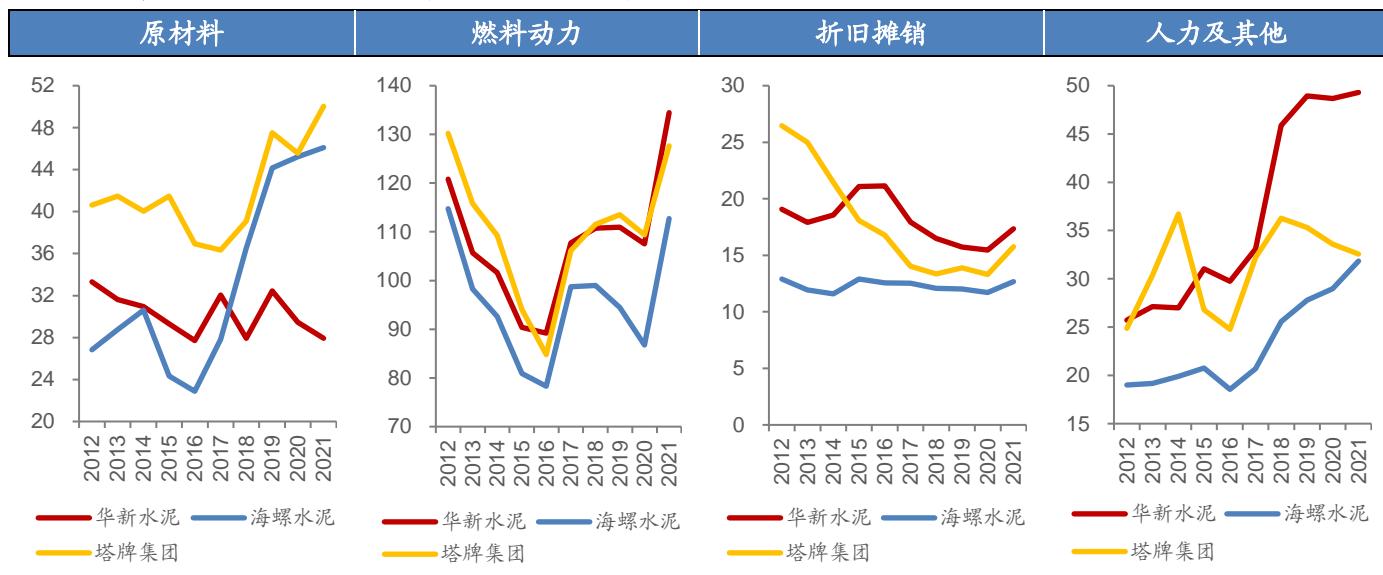
1) 吨原材料: 公司近年来加大矿山资源获取力度，主要原材料石灰石自给率超过95%，外购比例较小，原材料成本优势逐渐显现；公司吨原材料成本远低于海螺水泥和塔牌集团。

2) 吨燃料动力: 在生产成本中占比最高，约60%；公司与塔牌集团吨燃料动力成本基本相同，高于海螺水泥；公司一方面过加大统购煤的采购比例，推进原料直供策略，实现采购增值；另一方面，公司重视低碳转型发展，通过技术优化，提升替代能源的使用量。2021年，公司水泥产品传统热耗下降15.7 kcal/kg，共有11家窑线工厂可比熟料综合能耗低于100 kg 标准煤/吨。

3) 吨折旧摊销: 在生产成本中占比较小，一般为10%以下；2021年公司水泥、熟料吨折旧摊销约为17元/吨，塔牌集团约为16元/吨，相差较小；海螺水泥约为12元/吨，海螺水泥在吨折旧摊销上优于公司和塔牌集团主要因其产销量较高。

4) 吨人力及其他: 2021年公司吨人力及其他成本约为50元/吨，塔牌集团和海螺水泥约为32元/吨；我们认为公司吨人力和其他成本较高的原因主要与公司的产线结构有关，公司部分水泥生产线产能较低，规模效应不显著，公司近年来陆续通过产能置换淘汰小规模产线，提高单产线产能，预计随着公司产线结构的逐步优化，吨人力及其他成本将有望下降。

图表 75 华新水泥/海螺水泥/塔牌集团水泥及熟料吨成本分项目情况(元/吨)



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

3.3 水泥产业链一体化，新增长极贡献高弹性

公司水泥产业链一体化业务骨料是砂、卵石、碎石、块石、料石等材料的统称，与水泥同为混凝土的主要材料；骨料对确保混凝土的供应和质量稳定性方面发挥着重要作用。一般而言，混凝土中水泥与砂石骨料的配比为1:6左右。从行业市场空间来看，我国砂石年产量约180亿吨，按单价40-50元/吨估算，其市场空间约为

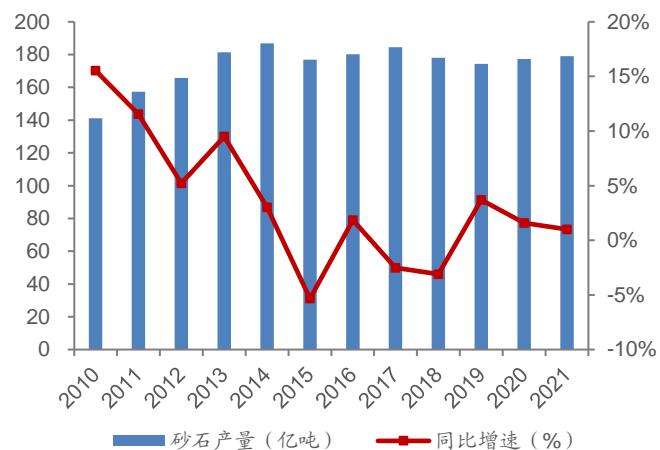
7200-9000 亿元。

参照海外成熟市场的情况，利用机械加工制成的机制砂将替代逐步枯竭的天然砂，成为砂石骨料的发展趋势。而机制砂的原料来源于矿山，且加工方式也在逐步向大规模机械化、自动化生产转变。矿山开采的正规化也将影响砂石骨料的市场格局，使得坐拥矿山资源的水泥企业在砂石骨料市场议价能力增强，利润空间增厚。因此，矿山资源收紧将从中长期将助推水泥企业砂石骨料业务的成长。对于拥有矿山资源，且技术和设备较为先进的大型水泥企业来说，发展骨料业务具备显著的先发优势。

图表 76 砂石骨料主要品种

分类	粒径	品种	特点
粗骨料 (石)	4.75 mm 以上	碎石	天然岩石或岩石经机械破碎、筛分制成
		卵石	自然风化、水流搬运和分选、堆积而成
细骨料 (砂)	4.75 mm 以下	天然砂 人工砂	河砂、湖砂、山砂和淡化海砂 经除土处理的机制砂、混合砂

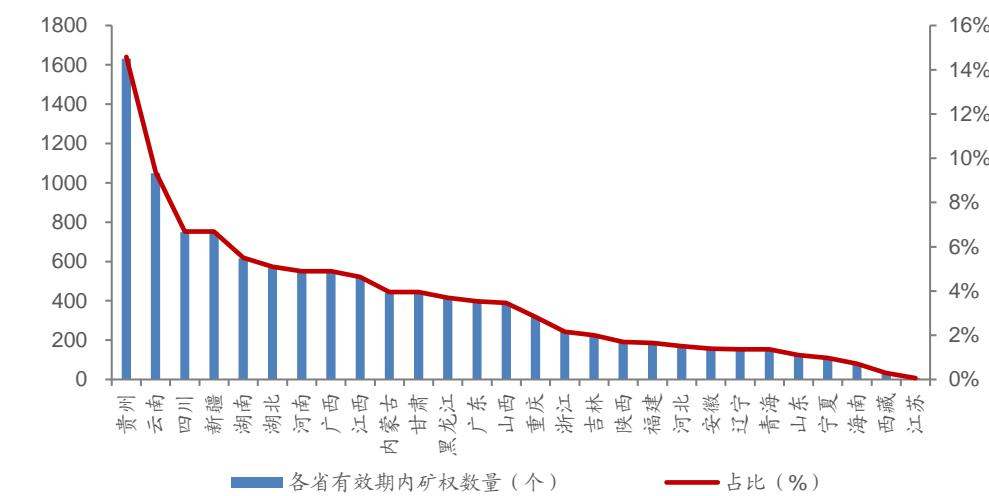
图表 77 2010-2021 全国砂石产量及增速(亿吨, %)



资料来源：公司香港联合交易所上市文件，华安证券研究所

资料来源：中国砂石协会，华安证券研究所

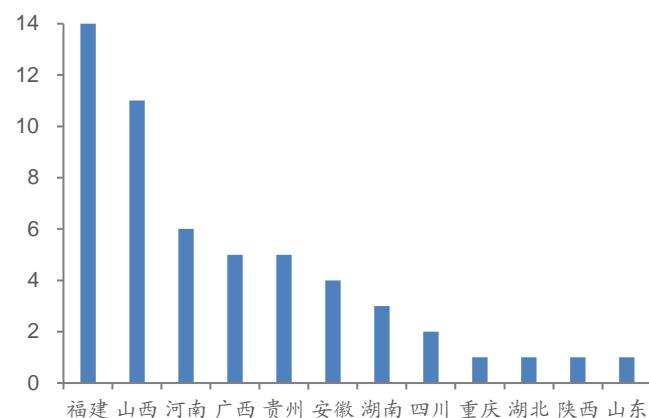
图表 78 各省有效期内砂石矿权数量(个)



资料来源：中国砂石协会，华安证券研究所

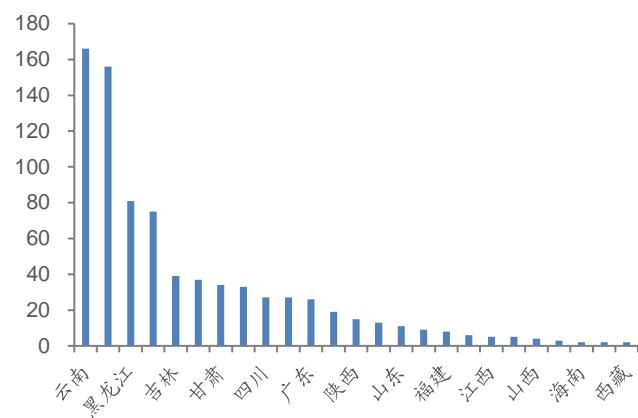
西南地区的砂石矿山资源丰富。根据中国砂石协会的统计，截至 2020 年底，拥有砂石矿山数量最多的省为贵州、云南，分别为 1632 个、1049 个；四川、湖南、广西、江西砂石矿山数量均在 500-800 个之间。2021 年，全国新设砂石矿权数量 805 个，其中，云南、新疆新设砂石矿权数量居全国前两位，分别为 166 个、156 个；黑龙江、贵州两省新设砂石矿权数量在 50-100 个之间。

图表 79 2021 新建砂石骨料生产线 (条)



资料来源：中国砂石协会，华安证券研究所

图表 80 2021 各省新设砂石矿权数量 (个)

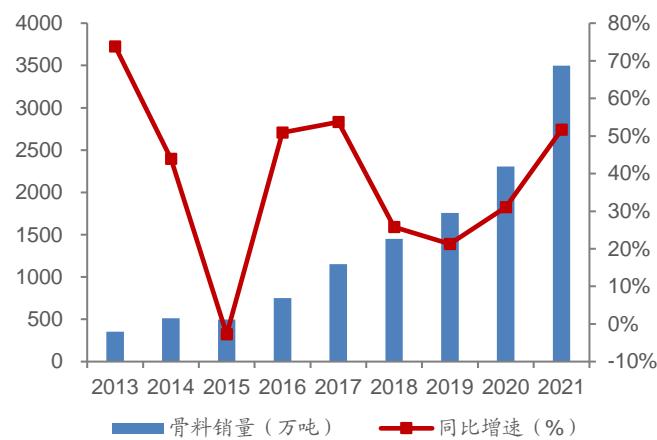


资料来源：中国砂石协会，华安证券研究所

作为混凝土生产的原材料，骨料对确保混凝土的供应和质量稳定性方面发挥重要作用。同时，由于骨料是关键资源，扩大骨料生产线及在可行情况下尽快完成战略扩张，将有望在中长期内降低经营成本，确保公司的可持续发展。

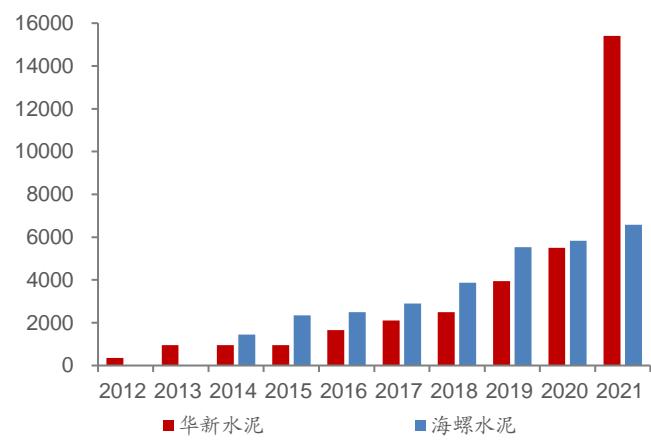
骨料产能扩张加速，打造新的业绩增长点。2019 年起，公司战略性地利用骨料行业结构性调整与升级的窗口期，加速布局骨料产能；2021 年，公司昭通、赤壁交投二期、鹤峰等 12 条骨料生产线投产，截至 2021 年底，公司骨料产能增至 1.54 亿吨，2018-2021 年骨料产能年均复合增速超过 57%。2022 年，公司阳新亿吨机制砂等 10 个骨料项目稳步推进推进中；项目全部投产后，公司骨料产能可达 2.7 亿吨/年，按照公司往期产能利用率约 45% 估算，年产量可达 1.22 亿吨，约为 2021 年销量的 250%。

图表 81 公司骨料销量及同比增速 (万吨, %)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 82 华新水泥/海螺水泥骨料产能 (万吨/年)

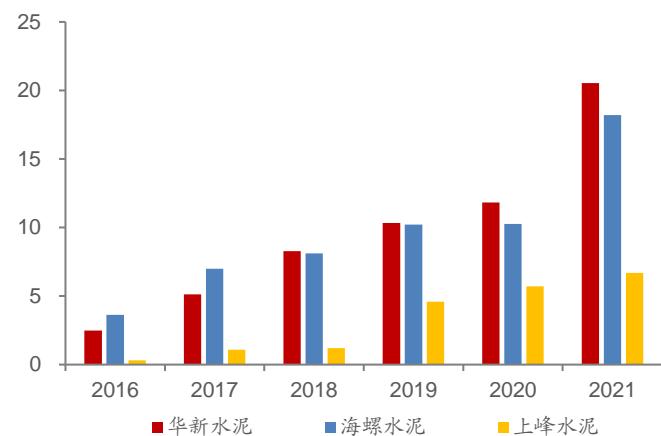


资料来源：wind，华安证券研究所

骨料业务高毛利，持续放量增厚利润。2021 年，公司骨料业务毛利率为 65.62%，同比提高 3.03 pct；骨料销售均价约 59 元/吨，同比增长 14.4%；骨料单吨毛利约 38.5 元/吨，同比增长 19.9%。公司骨料业务能够保持高毛利的原因主要在于 1) 在国家对安全、环境、能源消耗及排放政策收紧的影响下，大量不合规骨料生产商已被重组或关闭，骨料行业供需格局的持续改善；2) 公司骨料产能主要布局于湖北、重庆等地，砂石骨料运输多借助长江航道，水路运输成本较低且承载

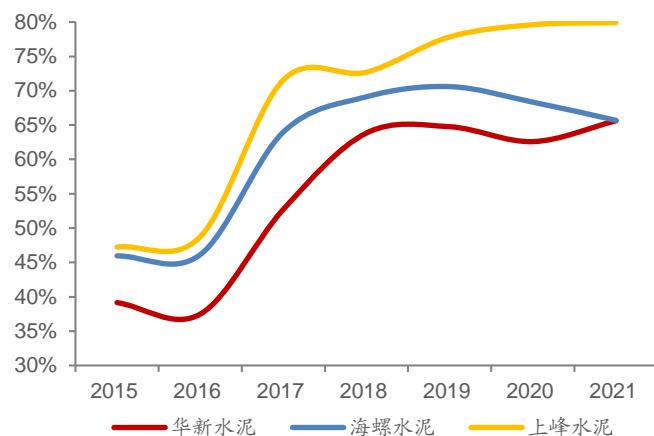
能力较大。基于骨料业务的高毛利属性，随着产能的持续释放，骨料业务收入占比提升，也将提振公司的盈利水平。

图表 83 2016-2021 可比公司骨料业务收入（亿元）



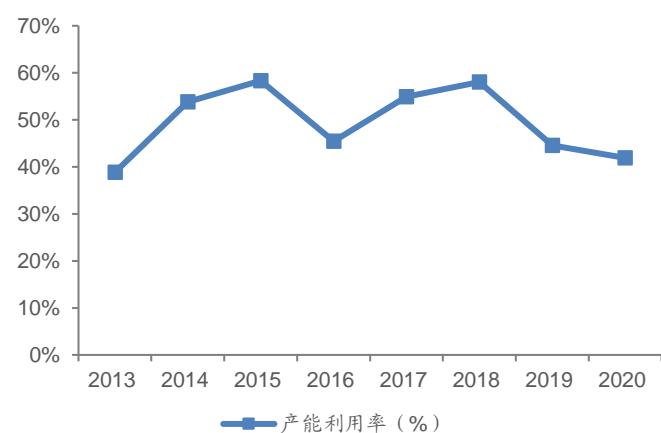
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 84 2015-2021 可比公司骨料业务毛利率 (%)



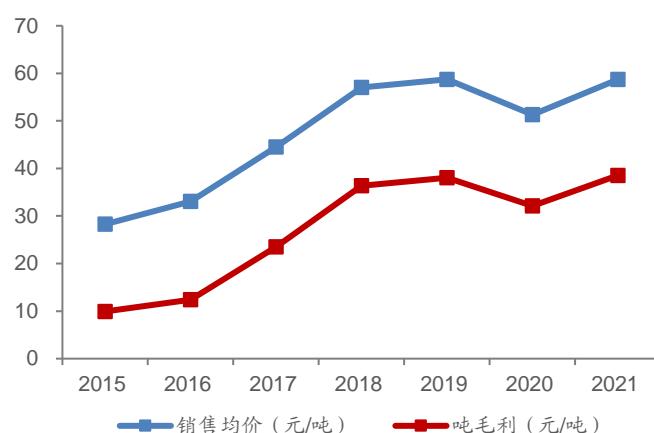
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 85 2013-2020 公司骨料业务产能利用率 (%)



资料来源：公司债券信用评级报告，华安证券研究所

图表 86 2015-2021 公司骨料均价/吨毛利 (元/吨)

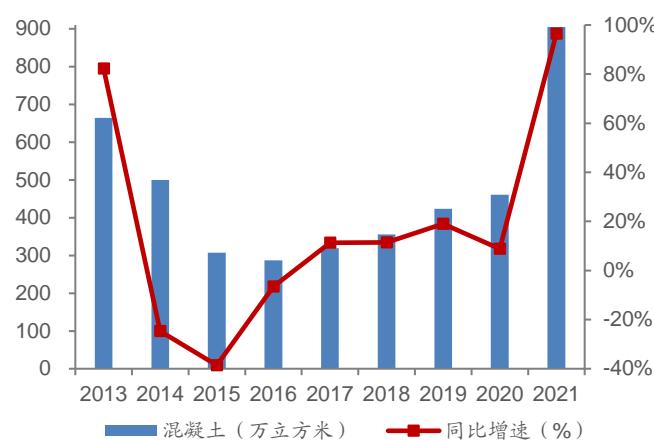


资料来源：wind, 华安证券研究所

粉磨站+混凝土协同，共享渠道、客户资源。公司在现有水泥熟料生产线周边投资建设混凝土搅拌站，以提升在水泥核心市场—混凝土业务的影响力。同时，公司混凝土业务聚焦前沿技术，可根据客户需求定制高品质的预拌通用混凝土和创新混凝土产品。公司逐步从传统的混凝土供应商嬗变为预拌混凝土及相关产品设计、施工及整体解决方案的服务商。

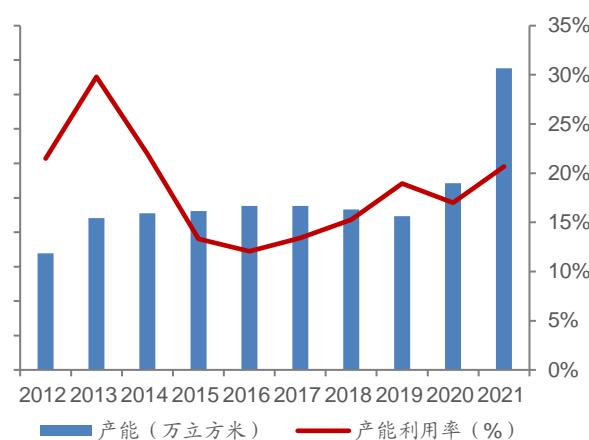
为充分发挥协同优势，公司在混凝土搅拌站选址的过程中，战略性地建设在公司水泥核心市场附近，截至 2021 年底，公司混凝土产能国内主要分布在湖北、湖南、云南、四川、重庆、西藏、河南、贵州、江西及江苏等 10 省市，并已在柬埔寨建成 1 家年产能 20 万方的混凝土搅拌站。

图表 87 2013-2021 公司混凝土销量（万立方米）



资料来源：wind，华安证券研究所

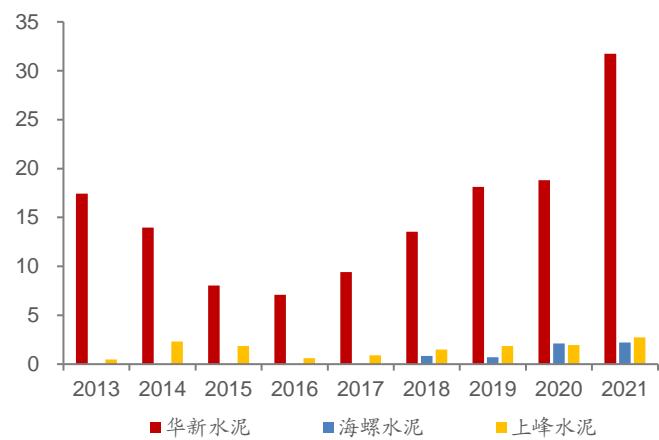
图表 88 2012-2021 公司混凝土产能及产能利用率情况



资料来源：wind，华安证券研究所

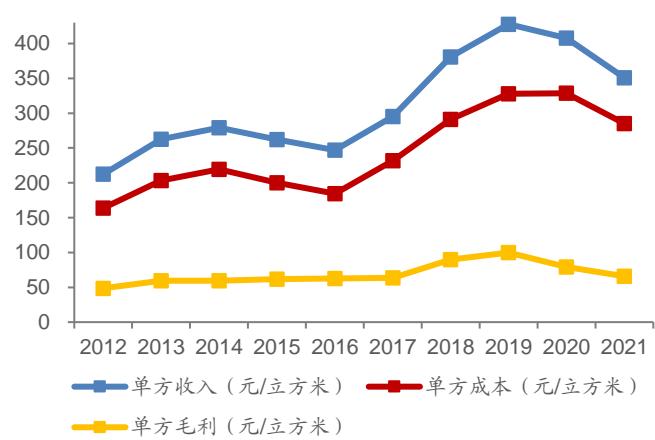
2021 年公司混凝土实现销量 905 万方，同比增长 96.49%；截至 2021 年底，公司的混凝土产能为 4380 万立方米，产能利用率为 22%。公司的混凝土产能利用率较低，主要由于公司正处于加大对混凝土业务投入、新增混凝土搅拌站投产的阶段，部分混凝土站点于年中或年底投产，实际投产时间不足一年；另外，混凝土的销售需专门的搅拌车运输，物流车辆的配备不足也会影响混凝土的发运，进而影响实际产销量。预计随着公司新增的混凝土搅拌站的运营逐步稳定公司混凝土的产能利用率水平将有所改善。

图表 89 2013-2021 华新水泥/海螺水泥/上峰水泥混凝土业务收入（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 90 2012-2021 公司混凝土单方收入/成本/毛利（元/立方米）



资料来源：wind，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 公司分业务盈利预测

图表 91 公司分业务营业收入及同比增速预测 (亿元, %)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
水泥及熟料							
销量 (万吨)	7072	7694	7601	7526	7400	7650	7800
吨收入 (元/吨)	338	354	328	341	340	342	342
吨成本 (元/吨)	201	208	196	229	227	227	227
吨毛利 (元/吨)	137	146	132	112	113	115	115
收入 (亿元)	238.8	272.6	249.4	256.7	251.6	261.6	266.8
YoY (%)	28.9%	14.1%	-8.5%	2.9%	-2.0%	4.0%	2.0%
成本 (亿元)	142.2	160.1	149.2	172.4	168.0	173.7	177.1
毛利 (亿元)	96.6	112.5	100.3	84.4	83.6	88.0	89.7
毛利率 (%)	40.5%	41.3%	40.2%	32.9%	33.2%	33.6%	33.6%
混凝土							
销量 (万立方米)	356	423	461	905	1584	2059	2574
单方收入 (元/立方米)	381	428	408	351	352	352	352
单方成本 (元/立方米)	291	328	329	285	285	285	285
单方毛利 (元/立方米)	90	100	79	66	67	67	67
收入 (亿元)	13.5	18.1	18.8	31.8	55.7	72.5	90.6
YoY (%)	43.8%	33.7%	3.8%	68.9%	75.6%	30.0%	25.0%
成本 (亿元)	10.4	13.9	13.5	25.8	45.1	58.7	73.3
毛利 (亿元)	3.2	4.2	5.3	6.0	10.6	13.8	17.3
毛利率 (%)	23.5%	23.3%	28.0%	18.8%	19.1%	19.1%	19.1%
骨料							
销量 (万吨)	1451	1759	2305	3497	6819	9547	12411
吨收入 (元/吨)	57	59	51	59	58	57	57
吨成本 (元/吨)	21	21	19	20	20	20	20
吨毛利 (元/吨)	36	38	32	39	38	37	37
收入 (亿元)	8.3	10.3	11.8	20.5	39.6	54.4	70.7
YoY (%)	61.1%	24.9%	14.5%	73.6%	92.6%	37.6%	30.0%
成本 (亿元)	3.0	3.6	4.4	7.1	13.6	19.1	24.8
毛利 (亿元)	5.3	6.7	7.4	13.5	25.9	35.3	45.9
毛利率 (%)	63.8%	64.8%	62.6%	65.6%	65.5%	64.9%	64.9%
其他							
收入 (亿元)	14.0	13.4	13.5	15.6	17.2	18.9	20.8
YoY (%)	54.7%	-4.6%	1.0%	15.7%	10.0%	10.0%	10.0%
成本 (亿元)	10.2	8.6	7.3	8.7	9.4	10.4	11.4
毛利 (亿元)	3.8	4.7	6.2	6.9	7.7	8.5	9.4
毛利率 (%)	27.1%	35.4%	45.9%	44.3%	45.0%	45.0%	45.0%
合计							
营业收入 (亿元)	274.7	314.4	293.6	324.6	364.1	407.4	448.9
YoY (%)	31.5%	14.5%	-6.6%	10.6%	12.1%	11.9%	10.2%
营业成本 (亿元)	165.8	186.3	174.4	213.9	236.2	261.8	286.6
毛利 (亿元)	108.9	128.1	119.2	110.7	127.9	145.6	162.2
毛利率 (%)	39.7%	40.8%	40.6%	34.1%	35.1%	35.7%	36.1%

资料来源: wind, 华安证券研究所

关键假设:

1) 水泥与熟料业务: 我们预计 2022 年在疫情有所反复的影响下, 公司在国内的销量小幅下滑; 2023-2024 年, 国内水泥需求高位平台期持续, 我们预计公司 2022-2024 年水泥与熟料的销量分别为 7400 /7650 /7800 万吨。价格方面, 2022 年上半年水泥需求下滑, 库存走高、价格下降, 5 月多地错峰延长以缓解库存压力, 下半年价格有望回升; 全年来看, 在成本端动力煤价格高位支撑下, 水泥价格预计为 340 元/吨; 2023-2024 年, 随着水泥行业供需格局的持续优化, 价格维持韧性; 预计为 342 /342 元/吨。吨毛利方面, 我们预计 2022-2024 年公司水泥与熟料的吨毛利分别为 113 /115 /115 元/吨。

2) 骨料业务: 根据公司骨料产能建设和释放的进度, 我们预计 2022-2024 年公司骨料实现销量 6819 /9547 /12411 万吨, 分别同比增长 95% /40% /30%。价格与吨毛利方面, 在国家对安全、环境、能源消耗及排放政策收紧的影响下, 大量不合规骨料生产商已被重组或关闭, 骨料行业供需格局持续改善; 骨料价格、吨毛利将维持高位; 我们预计 2022-2024 年骨料价格分别为 58 /57 /57 元/吨、吨毛利分别为 38 /37 /37 元/吨。

3) 混凝土业务: 我们预计随着公司水泥产业链一体化协同效应的逐渐强化与混凝土产能利用率的提升, 叠加核心市场基建重大工程施工项目的预期增加, 公司混凝土销量有望实现较快增长。我们预计 2022-2024 年公司混凝土销量分别为 1584 /2059 /2574 万立方米, 分别同比增长 75% /30% /25%。我们预计在混凝土主要原材料水泥与骨料的价格维持稳定的支撑下, 混凝土的价格与毛利保持相对平稳, 2022-2024 年公司混凝土价格为 352 元/立方米, 吨毛利 67 元/吨。

4.2 可比公司估值与投资建议

公司是华中、西南水泥龙头, “稳增长”背景下, 区域景气有望上行。同时, 公司从业务和区域两个维度双向扩张, 骨料、混凝土业务和海外市场的快速发展赋予公司更高的弹性。此外, 公司股息率和现金分红比率在行业主要可比公司中处较高水平。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 61.05 /70.74 /80.12 亿元, 分别同比增长 13.8% /15.9% /13.3%, 对应 EPS 分别为 2.91 /3.37 /3.82 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

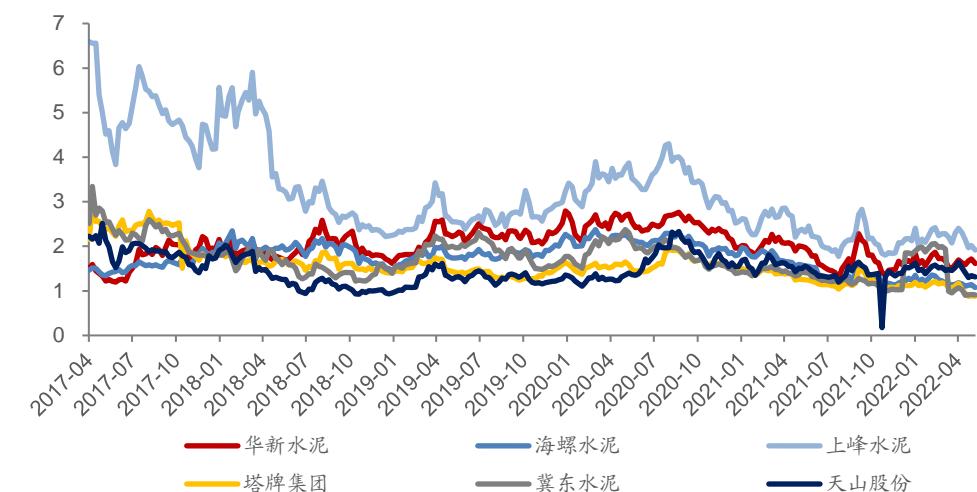
图表 92 可比公司估值表

证券简称	总市值 亿元	P/E				EPS (元)				ROE (%)			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
冀东水泥	281	10.55	6.66	6.07	5.54	1.77	1.59	1.74	1.91	8.3%	12.5%	12.7%	12.3%
上峰水泥	164	7.50	6.62	5.91	5.34	2.72	3.04	3.41	3.77	26.1%	24.0%	22.1%	20.5%
天山股份	1055	10.20	7.81	7.10	6.68	1.57	1.56	1.72	1.82	17.7%	15.3%	15.1%	14.7%
塔牌集团	104	6.87	5.36	4.97	4.69	1.57	1.63	1.76	1.86	13.1%	15.0%	14.7%	14.3%
海螺水泥	2013	6.42	5.91	5.65	5.41	6.28	6.42	6.72	7.02	17.6%	16.5%	15.5%	14.4%
平均值		8.31	6.47	5.94	5.53	2.78	2.85	3.07	3.28	16.6%	16.7%	16.0%	15.2%
华新水泥	437	7.48	7.16	6.18	5.46	2.58	2.91	3.37	3.82	20.1%	18.6%	17.8%	16.8%

注: 截至 2022 年 5 月 17 日收盘数据, 可比公司的盈利预测均为 wind 一致预期;

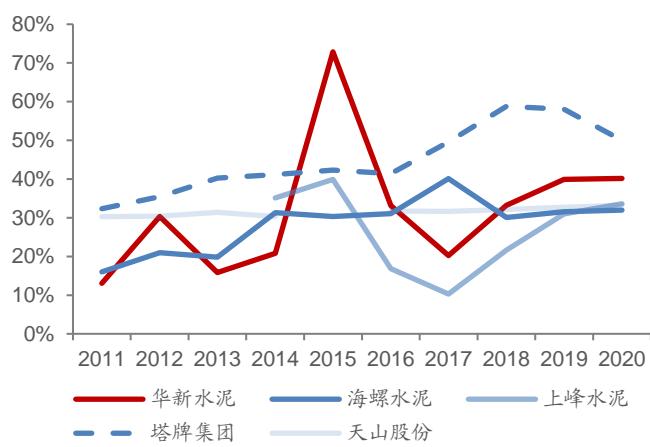
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 93 可比公司 P/B (MRQ)



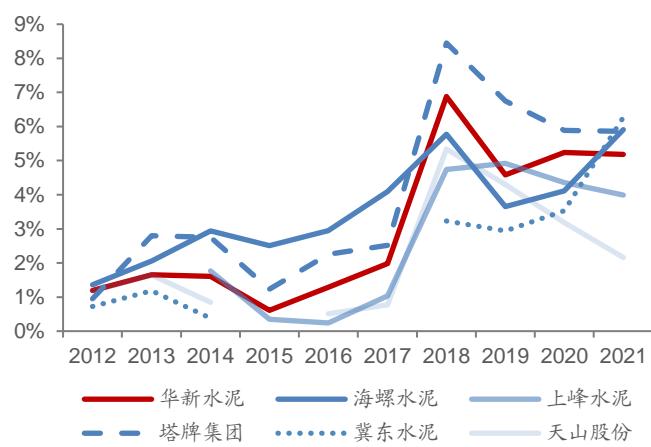
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 94 2011–2020 可比公司股利支付率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 95 2012–2021 可比公司股息率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；原材料、燃料价格大幅波动风险；水泥行业供给端格局优化不及预期；骨料及海外业务拓展不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	16127	21896	28022	35164	营业收入	32464	36407	40741	44887
现金	8836	14273	19518	26020	营业成本	21392	23619	26180	28664
应收账款	957	911	1097	1171	营业税金及附加	605	677	758	835
其他应收款	356	432	465	523	销售费用	1331	1493	1650	1795
预付账款	339	435	449	510	管理费用	1635	1857	2078	2289
存货	3542	3463	4068	4336	财务费用	170	289	283	252
其他流动资产	2096	2380	2425	2604	资产减值损失	-35	-66	-66	-63
非流动资产	36423	40246	45127	49263	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	524	578	611	655	投资净收益	27	18	20	22
固定资产	21326	23307	25079	26752	营业利润	7444	8465	9799	11071
无形资产	7378	9132	11565	13658	营业外收入	23	30	30	45
其他非流动资产	7195	7229	7872	8198	营业外支出	95	100	100	110
资产总计	52550	62142	73149	84428	利润总额	7373	8395	9729	11006
流动负债	12714	13779	15141	15733	所得税	1568	1788	2072	2344
短期借款	643	643	653	0	净利润	5805	6607	7656	8662
应付账款	7112	7395	8450	9113	少数股东损益	441	502	582	650
其他流动负债	4958	5741	6038	6619	归属母公司净利润	5364	6105	7074	8012
非流动负债	10458	12423	14461	16587	EBITDA	9832	10682	12349	13605
长期借款	5082	6582	8082	9582	EPS (元)	2.58	2.91	3.37	3.82
其他非流动负债	5376	5841	6379	7005					
负债合计	23172	26202	29602	32319					
少数股东权益	2648	3150	3732	4382					
股本	2097	2097	2097	2097					
资本公积	2031	2031	2031	2031					
留存收益	22602	28662	35687	43599					
归属母公司股东权益	26730	32790	39815	47727					
负债和股东权益	52550	62142	73149	84428					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7595	9977	11211	12469	成长能力				
净利润	5364	6105	7074	8012	营业收入	10.6%	12.1%	11.9%	10.2%
折旧摊销	2215	1997	2355	2391	营业利润	-3.3%	13.7%	15.8%	13.0%
财务费用	279	457	532	593	归属于母公司净利润	-4.7%	13.8%	15.9%	13.3%
投资损失	-27	-18	-20	-22	盈利能力				
营运资金变动	-813	672	406	545	毛利率 (%)	34.1%	35.1%	35.7%	36.1%
其他经营现金流	6755	6196	7533	8418	净利率 (%)	16.5%	16.8%	17.4%	17.8%
投资活动现金流	-6794	-5890	-7295	-6581	ROE (%)	20.1%	18.6%	17.8%	16.8%
资本支出	-6186	-5853	-7282	-6560	ROIC (%)	15.0%	14.2%	13.7%	13.2%
长期投资	-628	-55	-33	-44	偿债能力				
其他投资现金流	21	18	20	22	资产负债率 (%)	44.1%	42.2%	40.5%	38.3%
筹资活动现金流	-632	1349	1329	614	净负债比率 (%)	78.9%	72.9%	68.0%	62.0%
短期借款	18	0	10	-653	流动比率	1.27	1.59	1.85	2.24
长期借款	1578	1500	1500	1500	速动比率	0.96	1.31	1.55	1.93
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	88	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.59	0.56	0.53
其他筹资现金流	-2315	-151	-181	-233	应收账款周转率	33.94	39.94	37.14	38.33
现金净增加额	130	5436	5245	6503	应付账款周转率	3.01	3.19	3.10	3.15
					每股指标(元)				
					每股收益	2.58	2.91	3.37	3.82
					每股经营现金流	3.62	4.76	5.35	5.95
					每股净资产	12.75	15.64	18.99	22.76
					估值比率				
					P/E	7.48	7.16	6.18	5.46
					P/B	1.51	1.33	1.10	0.92
					EV/EBITDA	4.28	3.89	3.07	2.38

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。