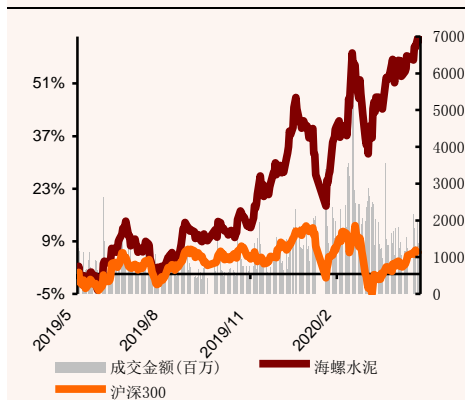


方正证券研究所证券研究报告

首席分析师 盛昌盛
执业证书编号: S1220520050001
E-mail: shengchangsheng@foundersec.com

分析师 侯星辰
执业证书编号: S1220520050002
E-mail: houxingchen@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

海螺水泥(600585)

公司研究

建筑材料行业

公司深度报告

2020.05.13/推荐(首次)

有别于市场的观点:

本文以更加翔实的论据着重分析了海螺水泥石灰石资源和熟料产能的价值,以及公司现金储备充足情况下的业务扩张潜力。

伴随着环保趋严、矿山经营集中度的提升,外购石灰石的成本中枢未来或将持续提升,中小矿山的退出和矿山运营龙头企业的快速发展则从侧面印证了石灰石资源稀缺性的提升,而拥有存量石灰石开采资源的企业则将享受较为可观的“资源”库存收益,海螺水泥拥有的矿山资源估值中枢也将会得到显著提升。我们预计在四种石灰石售价的情形下海螺水泥折现矿山价值分别为414亿元、589亿元、764亿元、939亿元。显著高于海螺水泥现有石灰石采矿权账面价值42.8亿元。

全国熟料产能的集中度也在提升的过程中,并且对于下游的社会粉磨站而言,熟料供应短缺的现状未来可能将会持续恶化,进口熟料或外地调运的熟料的供应持续性和价格都有高度的不确定,同时政策端对中小粉磨站的逐步退出也有政策指引,可见水泥粉磨站的竞争格局未来有望进一步改善,存量熟料产线的稀缺性将会进一步体现,对于拥有大量技术先进、布局优越熟料产线和粉磨站的龙头海螺水泥,其资产的隐性价值也具备升值潜力。

现金并非传统意义上的稀缺资源,但是在拥有充足现金的情形下,海螺水泥将会拥有充足的资金进行自身业务扩张、并购等活动,并且能够拥有较大的回旋余地应对各种风险事件。

我们预计公司2020年、2021年EPS分别为6.7、6.8元,对应PE分别为9.1、8.9倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示:房地产需求大幅下滑,基建需求不及预期,市场竞争格局恶化,水泥价格显著下降。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	157030.33	150590.0	156660.00	161880.00
(+/-) (%)	22.30	-4.10	4.03	3.33
净利润	33592.76	35270.30	36142.38	36718.17
(+/-) (%)	12.67	4.99	2.47	1.59
EPS(元)	6.34	6.66	6.82	6.93
P/E	9.60	9.14	8.92	8.78

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	海螺水泥竞争优势显著	4
2	石灰石矿山估值中枢上移	6
2.1	石灰石价格中枢抬升	6
2.2	资源占有：患寡而不患不均	8
2.3	产业链集中度加速提升	10
2.4	海螺水泥矿山的估值	12
3	海螺水泥熟料产线的存量价值提升	14
3.1	熟料资源集中度提升	14
3.2	社会粉磨站熟料紧缺，经营压力增大	15
4	海螺水泥现金充裕积蓄发展潜能	17
4.1	海螺水泥在手现金充裕	17
4.2	海螺水泥稳步扩张产能	17
5	分项收入预测和估值模型	20
6	风险提示	21

图表目录

图表 1:	海螺水泥生产线分布	4
图表 2:	海螺水泥华东地区生产线分布	4
图表 3:	海螺 2019 年自产品分区域营收占比.....	4
图表 4:	海螺水泥区域划分说明	4
图表 5:	海螺与华东以外企业吨成本对比 (元/吨)	5
图表 6:	海螺与华东水泥企业吨成本对比 (元/吨)	5
图表 7:	海螺水泥近年营收及同比	5
图表 8:	海螺水泥近年归母净利及同比	5
图表 9:	海螺水泥近年期间费用率情况	5
图表 10:	海螺水泥近年毛利率、净利率情况.....	5
图表 11:	水泥制造工艺及步骤	6
图表 12:	南方水泥、中联水泥石灰石采购价格 (元/吨)	7
图表 13:	红狮水泥生产成本中石灰石成本 (元/吨)	7
图表 14:	近期水泥用石灰岩采矿权交易情况.....	8
图表 15:	南方水泥石灰石开采量 (亿吨)、年限等情况.....	8
图表 16:	红狮水泥石灰石开采量、年限等情况.....	9
图表 17:	各大企业石灰石储量情况	9
图表 18:	各大水泥企业石灰石供应结构	9
图表 19:	各大企业 19 年销量情况	10
图表 20:	石灰石、销量结构对比	10
图表 21:	近年来绿色矿山相关政策、会议汇总.....	10
图表 22:	中材矿山历史营收及同比情况	11
图表 23:	中材矿山历史营业利润及同比情况.....	11
图表 24:	海螺水泥矿山开采权账面原值-本年新增金额	12
图表 25:	海螺水泥新增采矿权结构	13
图表 26:	海螺水泥矿山折现值简要测算	13
图表 27:	历年熟料产能及同比情况	14
图表 28:	近年国内熟料 CR5 集中度变化	14
图表 29:	部分区域 2019 年 CR5 集中度	14
图表 30:	分省 2019 年 CR5 集中度情况	14
图表 31:	南方水泥销量及熟料外销占比	15
图表 32:	中联水泥销量及熟料外销占比	15
图表 33:	华新水泥销量及熟料外销占比	16
图表 34:	上峰水泥销量及熟料外销占比	16
图表 35:	近年来中国进口越南熟料情况 (万吨)	16
图表 36:	海螺水泥期末货币资金情况	17
图表 37:	全国和海螺水泥年度新增熟料产能情况.....	18
图表 38:	海螺水泥新增熟料产能及并购情况.....	18
图表 39:	海螺水泥新增水泥产能及并购情况.....	18
图表 40:	海螺水泥近年并购标的成本和目前的收益情况.....	19
图表 41:	海螺水泥历年计划和实际资本开支情况.....	19
图表 42:	海螺水泥分业务预测表	20
图表 43:	海螺水泥可比公司估值对比情况	20

1 海螺水泥竞争优势显著

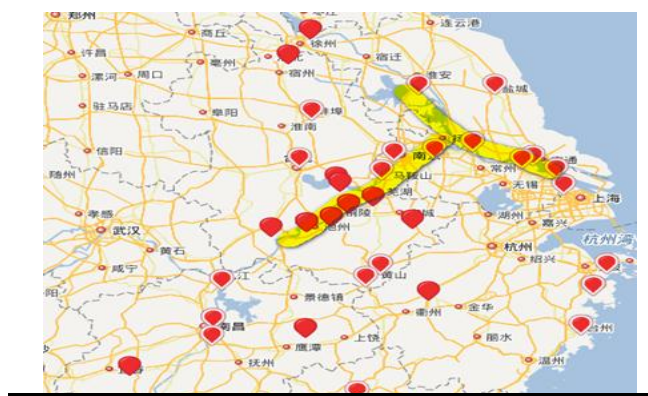
海螺水泥是水泥行业公认的标杆企业，当我们谈论海螺水泥的竞争优势，也许会谈到公司拥有的资源价值，也许会谈到公司难以复制的“T”型战略布局，也许会谈到公司先进的技术、高效的管理、拿捏得当的战略选择。

图表1： 海螺水泥生产线分布



资料来源：中国水泥网，方正证券研究所

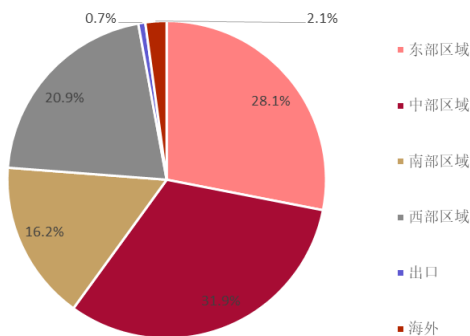
图表2： 海螺水泥华东地区生产线分布



资料来源：中国水泥网，方正证券研究所

所谓“海螺模式”的“T型发展战略”，是指在长江沿岸石灰石资源丰富的地区兴建、扩建熟料生产基地；在沿海无资源但水泥市场发达的地区低成本收购小水泥厂并改造成水泥粉磨站，就地生产水泥最终产品。华东区域布局的成功也在部分复制于华南区域，由此海螺水泥在中国最具经济活力的泛长三角区域、珠三角区域完成了兼具稳定性和效率的水泥产业链布局。从 2019 年公司的经营情况来看，公司在华东和华南区域的自产品收入占比预计在 70%左右，并且成为公司业务规模和盈利的核心区域。

图表3： 海螺 2019 年自产品分区域营收占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表4： 海螺水泥区域划分说明

附注：1、42.5级水泥包括42.5级和42.5级以上的水泥

2、东部区域主要包括江苏、浙江、上海、福建及山东等；

3、中部区域主要包括安徽、江西、湖南等；

4、南部区域主要包括广东及广西；

5、西部区域主要包括四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西及新疆等。

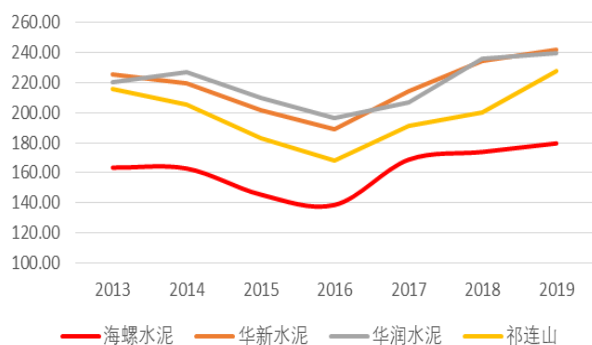
资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司的产能布局充分利用华东华南地区的石灰石资源，同时利用便捷的水运降低了物流成本，扩大了销售半径，从而筑起了较高的进入壁垒。于此同时公司在熟料生产方面拥有显著的技术优势，2004 年 6 月，海螺水泥下属铜陵海螺投产了中国的第一条日产万吨水泥熟料生产线，生产技术的领先降低了公司的生产成本。综合来看，公司的生产成本在全行业处于领先地位。

严格意义来讲，由于原材料条件、运输条件、市场条件的不同，不同区域之间的水泥公司生产成本难以直接比较，然而对于海螺水泥

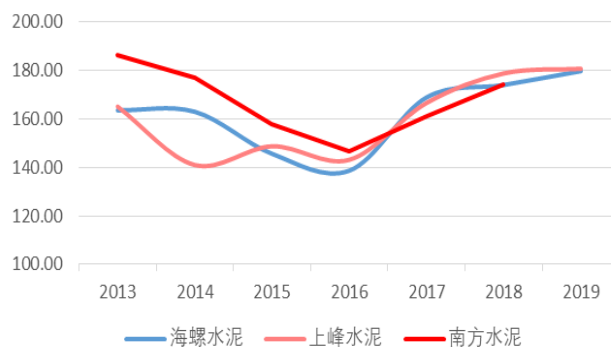
而言，其水泥生产成本即便不考虑区位优势，也在行业中表现优异。同华东以外水泥企业吨成本相比，海螺水泥具备明显的成本优势，即使同华东区域的企业相比，即使考虑到海螺水泥自产品接近一半的收入来源于非华东区域，成本整体高于华东区域，海螺水泥的吨成本依然处于较好水平。

图表5：海螺与华东以外企业吨成本对比（元/吨）



资料来源：公司公告，方正证券研究所
注：吨成本为水泥及熟料的综合单位成本

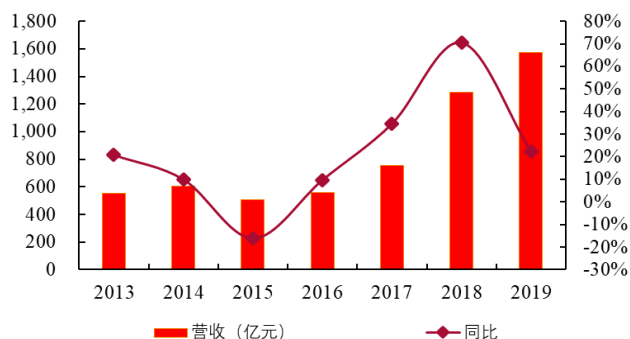
图表6：海螺与华东水泥企业吨成本对比（元/吨）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

根据公司 2019 年年报，2019 年实现营收 1570.30 亿元，同比增长 22.30%，归母净利 335.93 亿元，同比增长 12.67%，扣非后归母净利 327.2 亿元，同比增长 9.73%，2019 年盈利创历史新高。销售毛利率、净利率分别为 33.29%、21.88%。

图表7：海螺水泥近年营收及同比



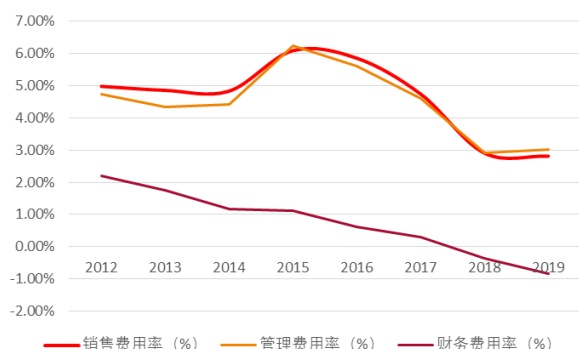
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表8：海螺水泥近年归母净利及同比



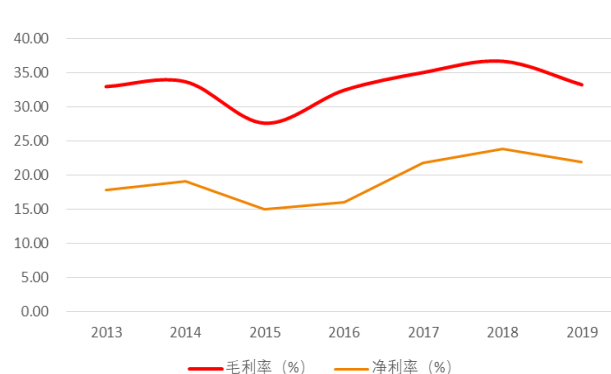
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表9：海螺水泥近年期间费用率情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表10：海螺水泥近年毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

我们希望能够从多个角度探究海螺水泥的长期投资价值，而这场价值发现之旅的开端，我们无论如何还是绕不开海螺水泥资源价值的问题。

对于海螺水泥的资源价值，我们在本文中定义为公司所拥有的石灰石资源、熟料和粉磨站产能、相应的物流体系以及上述所有资源在当前和未来时间内的潜在资源增值。而本文将着重讨论海螺水泥石灰石资源和熟料产能的价值，以及公司现金储备充足情况下的业务扩张潜力。

2 石灰石矿山估值中枢上移

水泥制造大致可分为原料开采、原料破碎、生料制造、熟料煅烧、制成水泥几个步骤，亦可简化为俗称的“两磨一烧”。其中，石灰石开采第一道工序，石灰石是水泥企业的主要原料，多数水泥熟料生产基地均依矿石资源而建，以保证原材料供应的稳定。水泥企业需要对石灰石开采许可证进行分次办理。

然而，对于部分熟料生产线，并未拥有相应的矿山开采权或拥有足够的石灰石许可开采量，则需要从外部购买石灰石，伴随着环保趋严、矿山经营集中度的提升，外购石灰石的成本中枢未来或将持续提升，而拥有存量石灰石开采资源的企业则将享受较为可观的“资源”库存收益，海螺水泥拥有的矿山资源估值中枢也将会得到显著提升。

图表11：水泥制造工艺及步骤

步骤	说明
第一步：原材料开采	主要为石灰石的开采；
第二步：原材料破碎	包括石灰石、页岩、砂石和铁矿石的破碎；
第三步：生料制造	已破碎的原材料按一定比例混合后加入原材料磨机进行研磨，制成水泥生料；
第四步：熟料煅烧	上一步骤制成的生料入窑煅烧。经过一系列的复杂的物理和化学反应后，生产转化为熟料；
第五步：制成水泥	根据所要生产的水泥型号，将熟料和其他辅料按适当比例混合，放入水泥磨机研磨成不同标号的水泥。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

2.1 石灰石价格中枢抬升

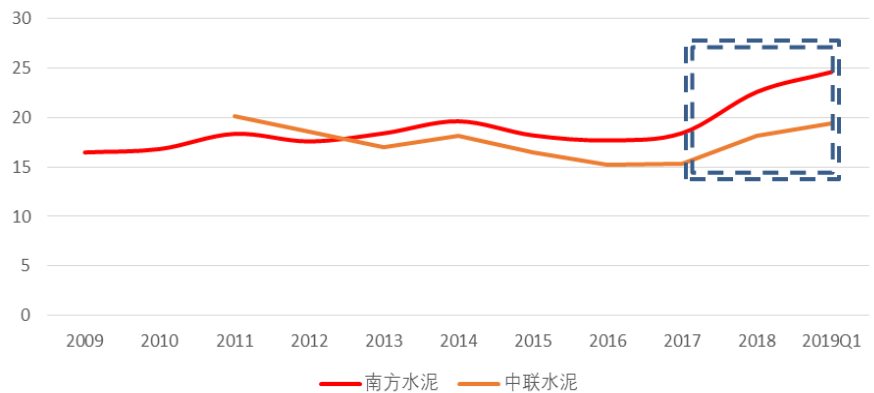
从企业的经营成本角度考虑，石灰石价格上升会对需要外部采购石灰石的水泥企业带来一定的成本压力，而对于没有配套石灰石矿山的水泥企业则会产生更加明显的冲击。

而石灰石价格的中枢提升也的确是水泥行业经营者们所要面临的一个重要问题，并且我们认为，作为环保标准提升、资源开采要求不断提升的资源品，石灰石的价格未来仍将继续提升。

南方水泥、中联水泥均为中国建材旗下的大型水泥生产企业，根据公司公告，两家企业每年有一定比例的石灰石需要从外部采购，根据采购价格的趋势，两家企业的石灰石采购价格均从 2017 年开始出

现了较为明显的提升，其中南方水泥的主要产区在华东区域，整体价格中枢相对更高，2019 年 Q1 的采购价格已经提升到了 24.6 元/吨。

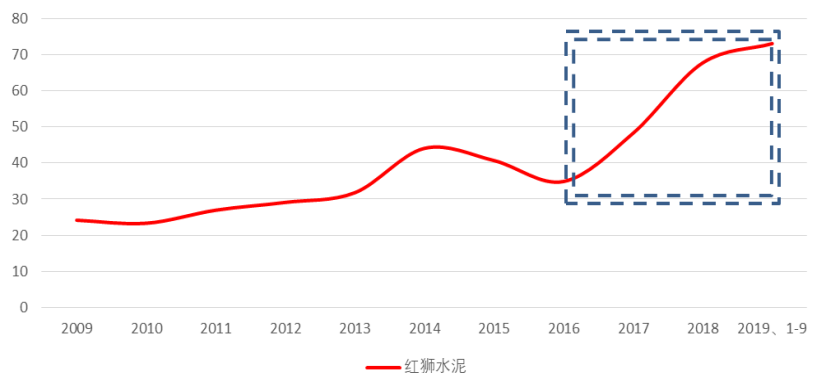
图表12： 南方水泥、中联水泥石灰石采购价格（元/吨）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

于此同时，我们也可以观察到水泥生产成本中石灰石成本的提升，以知名民营水泥企业红狮水泥为例，公司整体石灰石成本的增加近年来还是非常明显的，2009 年-2012 年的成本在 25-30 元/吨的区间，2013 年-2016 年的成本在 30-45 元/吨的区间，而从 2017 年开始，石灰石生产成本出现了大幅提升，根据公司公告，公司 2019 年 1-9 月水泥生产成本中的石灰石成本高达 73.14 元/吨。

图表13： 红狮水泥生产成本中石灰石成本（元/吨）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

水泥生产企业的采矿权价值反映在企业报表的无形资产科目下，以南方水泥为例，2018 年末其采矿权价值为 24.32 亿元，其开山资源可开采量 38.4 亿吨，折合吨采矿权为 0.63 元/吨。

我们同时梳理了 2019 年至今的自然资源部公布的水泥用石灰岩采矿权交易情况，剔除未披露交易金额的采矿权交易项目，平均单位采矿权的价格 6.2 元/吨明显高于南方水泥的存量采矿权单位成本。所在地在湖南、浙江的两个项目的吨采矿权价格分别在 4.4、6.2 元/吨，并且有两个项目的价格高于 20 元/吨。我们预计未来数年的综合石灰石矿山的单位采矿权获取成本在 5-10 元/吨的水平。

图表14： 近期水泥用石灰岩采矿权交易情况

项目	受让人	价格(万)	开采量(万吨)	开采年限	吨价格	成交时间
湖北省松滋市四方岭矿区	葛洲坝	3775.0	5610.0	18.7	0.7	2019/3/11
平果县马头镇内桑矿区	华众建材	1151.8	1000.0	10.0	1.2	2019.03.20
国产实业(湖南)椅子山石灰石矿	海螺水泥	42544.0	9694.1	16.6	4.4	2019/6/14
长兴县白岙乡千井湾石灰岩矿	钙科机械	20141.5	3251.7	27.1	6.2	2019/7/17
西藏贡嘎县普夏矿区	祁连山	3305.8	4997.1	30.9	0.7	2019/8/23
济源市玉川产业集聚区赵庄矿区	济康矿业	87000.0	3636.6	17.4	23.9	2019/9/30
重庆市开州区温泉镇水泥用灰岩矿	开州水泥	6448.1	2000.0	20.0	3.2	2019/10/22
山碧水泥灰岩及溶剂灰岩采矿权	天瑞集团	26770.0	7495.8	20.0	3.6	2019/11/19
德宏州三象通用水泥户育石场	同兴建材	780.0	300.0	5.0	2.6	2019/11/27
湖北省房县草池垭矿区	华新水泥	805.0	796.7	10.0	1.0	2020/1/21
宁夏青铜峡市水泥、建筑用砂岩矿	蒙龙砂业	2730.0	129.4		21.1	2020/2/26
平均					6.2	

资料来源：自然资源部，方正证券研究所

2.2 资源占有：患寡而不患不均

前文中已经提到并非所有熟料产线都拥有配套的矿山资源，即使对于大型水泥生产企业，多数大型水泥企业石灰石依然部分依赖对外采购，并且部分企业部分产线的石灰石供应也面临逐步枯竭的窘境。

南方水泥是中国建材旗下的大型水泥企业，产能主要布局在长江以南地区，核心销售区域与海螺水泥有部分重合。根据公司公告，公司截至2019年Q1的石灰石可开采量38.4亿吨，剩余开采年限为36.8年，石灰石供应相对充足。即便如此，公司也有部分石灰石需要对外采购，公司大约有5%的石灰石供应来自对外采购。

图表15： 南方水泥石灰石开采量（亿吨）、年限等情况

区域公司	储量	可开采量	年可开采量	剩余可开采年限
浙江南方	7.3	7.3	0.3	27.8
上海南方	10.6	10.6	0.4	24.8
江西南方	7.1	7.1	0.2	41.9
湖南南方	11.3	11.3	0.2	53.8
广西南方	2.1	2.1	0.1	20.9
合计	38.4	38.4	1.2	36.8

资料来源：公司公告，方正证券研究所

相比而言，南方区域另一家大型水泥生产企业红狮水泥的石灰石供应情况存在一定的隐忧，根据公司公告，截至2019年9月末，红狮水泥获得政府批准石灰石储量21.76亿吨，目前已获得采矿许可证的石灰石总储量约8.26亿吨，其中部分子公司石灰石矿山的资源量已经所剩不多。同时，公司每年需要外购一定数量的石灰石，石灰石对外采购比例在20%左右。

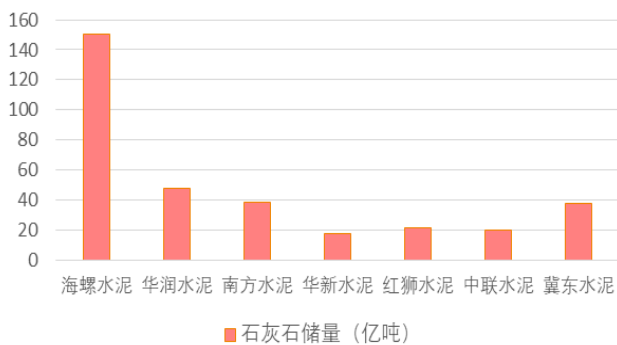
图表16: 红狮水泥石灰石开采量、年限等情况

下属公司	批准储量(万吨)	批准采购年限(年)	许可证储量(万吨)	年开采量(万吨)	剩余开采年限
建德红狮	15000.0	30.0	5375.0	300.0	14
桐庐红狮	7500.0	40.0	3160.0	220.0	17
高安红狮	20000.0	30.0	488.8	88.0	4
江西鹰鹏	6792.0	28.0	1200.0	240.0	5
漳平红狮	19676.0	30.0	19500.0	650.0	27
邻水红狮	12000.0	30.0	4290.0	165.0	19
江油红狮	12000.0	30.0	2717.0	350.0	6
龙里红狮	6000.0	30.0	4700.0	230.0	20
会昌红狮	12000.0	30.0	7741.0	417.6	26
长宁红狮	6000.0	30.0	5400.0	180.0	24
大田红狮	4495.0	20.0	2400.0	120.0	15
武鸣红狮	12000.0	30.0	6000.0	200.0	26
衡阳红狮	6000.0	30.0	1800.0	200.0	6
康达水泥	22000.0	30.0	560.0	112.0	3
宜良红狮	12000.0	30.0	990.0	99.0	8
兰州红狮	1648.0	5.0	795.0	180.0	3
崇左红狮	12000.0	30.0	8376.0	280.0	28
贵州茂鑫	3265.0	20.0	3625.0	120.0	17
永州红狮	20000.0	30.0	2800.0	280.0	9
无量山	7310.0	33.0	693.5	95.0	5
合计	217686		82611	4527	

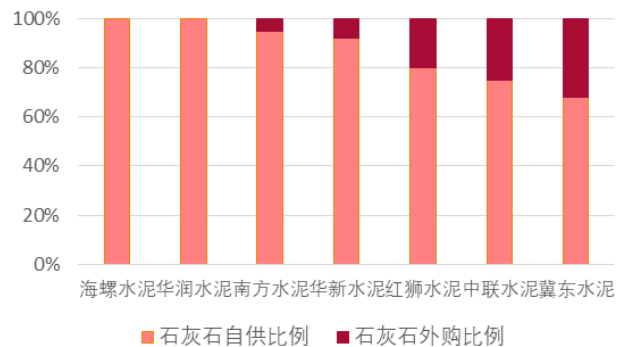
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

根据各公司公告情况, 可以大致看出各大水泥企业的石灰石储量情况。由于各企业石灰石矿山的品位、可开采量可能存在一定差别, 直接按照固定石灰石耗用系数推算矿山供应年限可能并不准确。

图表17: 各大企业石灰石储量情况



图表18: 各大水泥企业石灰石供应结构



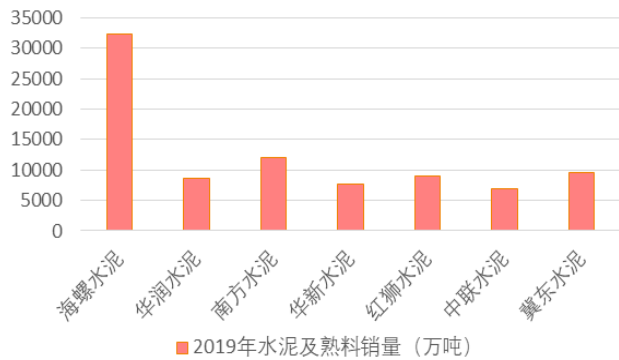
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

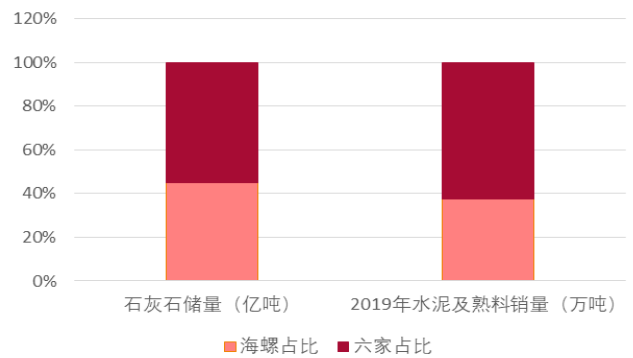
注: 石灰石储量数据为 2018 年-2019 年 Q3 存量数据, 其中华新水泥储量为 2016 年数据

从总量和结构两个方面, 我们还是可以看出海螺水泥的资源储备优势, 从总量上来看, 海螺水泥约有 150 亿吨的石灰石资源储备, 遥遥领先其他水泥企业, 另外但从石灰石自供和外购的比例来看, 海螺水泥和华润水泥基本上实现了 100% 的石灰石自供, 南方水泥和华新水泥的石灰石自供比例也在 90% 以上, 红狮水泥、中联水泥、冀东水泥石灰石自供比例在 60%-80% 的水平, 有相当部分的石灰石供应需要对外采购。

图表19: 各大企业 19 年销量情况



图表20: 石灰石、销量结构对比



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

注: 石灰石储量数据为 2018 年-2019 年 Q3 存量数据, 其中华新水泥储量为 2016 年数据

如果我们把上述七家水泥企业的石灰石储量和 2019 年度水泥熟料销售量作为一个整体, 海螺水泥的水泥及熟料销量占比约为 37%, 但是却拥有 45% 的石灰石储量。另外考虑到 2019 年年末海螺水泥单是矿山开采权账面金额就大幅增加了 17.4 亿元, 考虑到 2019 年年初余额为 42.8 亿元, 2019 年海螺水泥的石灰石矿山储量很可能还有可观的提升。

2.3 产业链集中度加速提升

从政策角度来看, 石灰石矿供应趋紧, 绿色矿山建设也将增加企业环保支出, 但是对于以海螺水泥为代表的企业而言, 其超前的环保标准的技改等措施会更加强化企业的竞争壁垒, 同时矿山资源综合利用的要求也给水泥企业带来的业务拓展的良好机遇。

图表21: 近年来绿色矿山相关政策、会议汇总

时间	省份/部门	文件/会议	内容
2019年6月	广东省	《2020年广东省自然资源工作要点》	2021年起按照“应建必建”原则, 限期建成绿色矿山
2019年6月	山东省	十三届人大常委会第十二次会议	对已存在正在生产的矿山, 开展集中整治
2019年6月	河北省	《加强矿产资源开发管控十条措施》	力争到2025年固体矿山数量较2015年减少50%
2019年5月	浙江省	《关于禁止新建露天矿山严格管控新设矿业权的通知》	浙江禁止新建露天矿山
2019年5月	广西壮族自治区	《关于加快推进绿色矿山建设的通知》	尽快启动开展绿色矿山建设工作
2018年6月	浙江省	《浙江省绿色矿山建设三年专项行动实施方案》	对省内绿色矿山建设提出要求
2018年6月	自然资源部	《非金属矿行业绿色矿山建设规范》	加快形成绿色矿山建设新格局

资料来源: 政府网站, 方正证券研究所

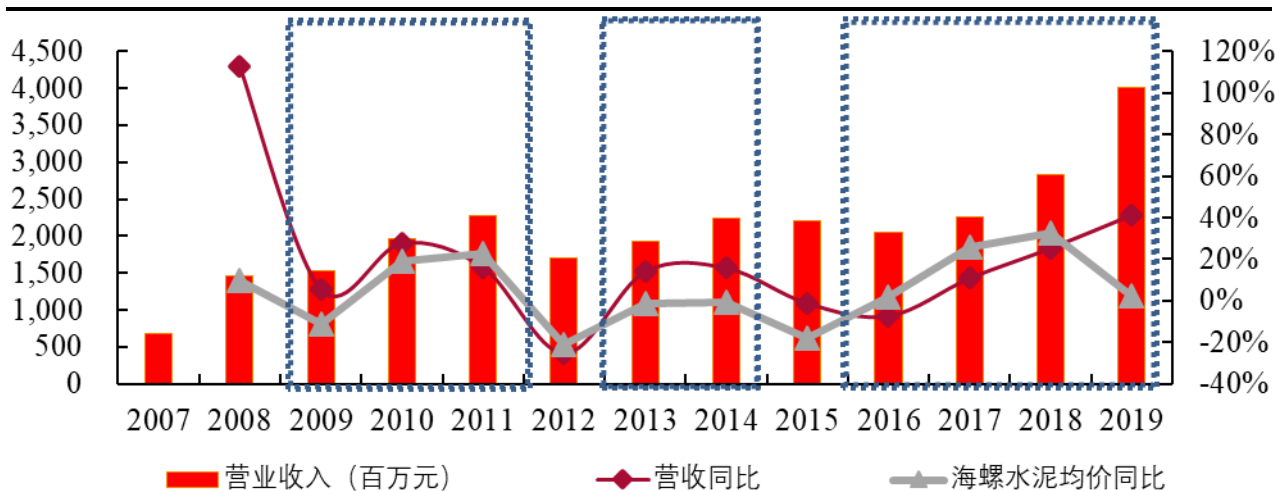
伴随着各地对于矿山资源的整合和治理, 不少地方熟料企业的石灰石或将出现断供的可能, 对于没有矿权的熟料企业来说, 石灰石价格提升的情况这两年格外明显。比如部分不少浙江熟料企业只能向邻省江西购买矿石, 长途运输会增加这些企业的生产成本。

矿山开采标准的提升使得部分规模较小的矿山关闭并退出市场, 石灰石矿山整治的趋严对于矿山开发运营规范、经验丰富的头部企业

而言却是较好的机遇。

中材矿山作为国内水泥矿山工程施工、采矿服务的龙头企业，承建了国内绝大部分的水泥集团及部分国外水泥企业的矿山工程施工、采矿服务和机电设备安装项目，据公司统计，公司年生产矿石能力在3亿吨左右，在2018年国内水泥供矿石市场占有率超过13%。

图表22：中材矿山历史营收及同比情况

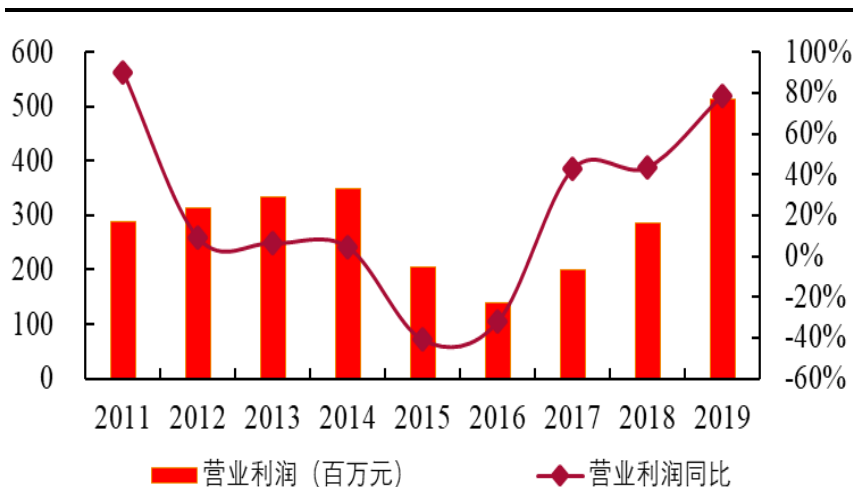


资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：2007年-2016年为合理推测数据

中材矿山的营业收入及同比变化基本同海螺水泥的水泥及熟料均价同比的变化趋势一致，公司营收的变化也基本上同水泥行业的近12年以来的三轮周期波动共振。出现不一致的是2019年，伴随着海螺水泥均价同比增速的放缓，中材矿山的营收反而出现了加速增长的趋势，这体现出了在石灰石矿山运营门槛提升的背景下龙头企业业务的加速推进，换句话说，中材矿山业务规模的快速发展印证了石灰石矿山运营门槛的提升，石灰石资源不足或缺失的熟料生产企业今后可能将会面临更为严峻的局面。

图表23：中材矿山历史营业利润及同比情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

另外值得一提的是，中材矿山2019年业务规模的扩大主要原因

是除了因为年度完成的工程服务量的增加，同时还因为骨料价格的上升和销量的增加所致。

而骨料的部分来源正是石灰石矿山综合利用的产物，根据 2018 年 6 月颁布的《水泥灰岩绿色矿山建设规范》资源综合利用部分的规定：应将符合要求的土质玻璃屋用作硅铝质原材料或用于复垦，其他剥离物可用作水泥熟料配料、砂石骨料或其他工程用料。

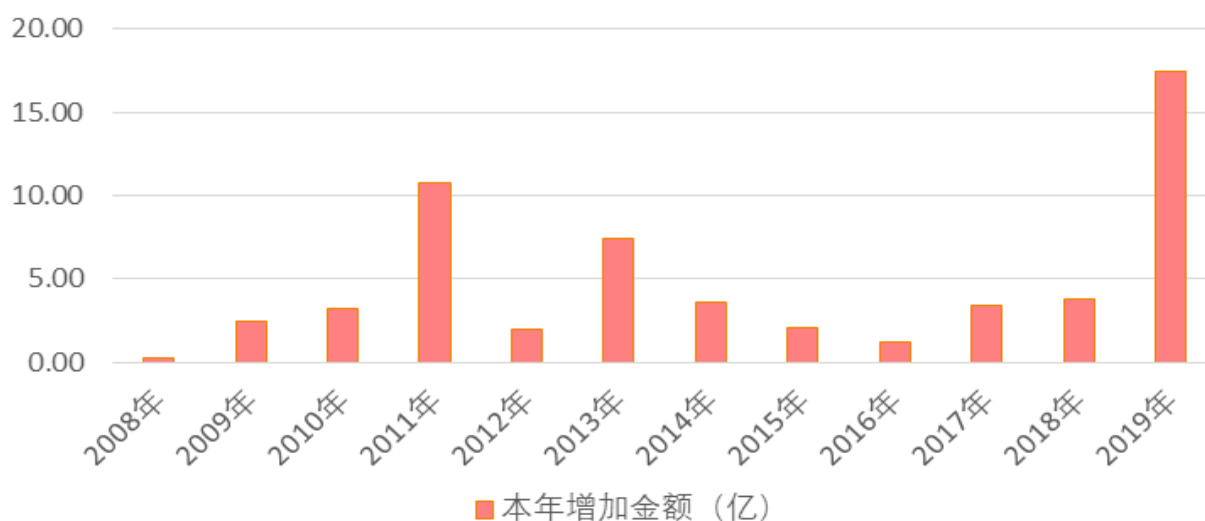
而我们认为骨料将会是以海螺水泥为代表的大型水泥企业未来重要的业务增长点，也将会在后续的系列报告中进行讨论。

2.4 海螺水泥矿山的估值

海螺水泥矿山账面价值由体现为公司无形资产科目的矿山开采权原值，根据公司公告，海螺水泥 2019 年末矿山开采权的账面资产原值为 60.22 亿元，账面价值为 48.11 亿元。

从海螺水泥采矿权年度新增账面价值来看，公司分别在 2011 年和 2019 年新增矿山开采权价值 10.72 亿、17.40 亿。而从新增开采权的来源来看，主要以购置为主，同时存在部分非同一控制下企业合并的增加，合并增加主要来源于公司并购水泥标的所附带的石灰石矿权资源。

图表24： 海螺水泥矿山开采权账面原值-本年新增金额



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表25： 海螺水泥新增采矿权结构

	年初余额（亿）	本年增加金额（亿）	购置（亿）	非同一控制下企业合并增加（亿）
2008年	3	0	0	0.0
2009年	3	2	0	0.0
2010年	5	3	0	0.0
2011年	9	11	0	0.0
2012年	19	2	0	0.0
2013年	21	7	0	0.0
2014年	29	4	2	1.2
2015年	32	2	1	1.0
2016年	34	1	1	0.3
2017年	36	3	2	1.1
2018年	39	4	3	0.5
2019年	43	17	17	0.0

资料来源：公司公告，方正证券研究所

参考 2019 年 5 月江西锦溪水泥坞家山石灰岩矿权评估报告，我们对海螺水泥的石灰石资源储备进行一个简要的现金流估算。

重要假设参数如下，假定石灰石外售的价格分别为 30、35、40、45 元/吨。出于谨慎性考虑，其他各项参数按照评估报告中参数向上取整的方式进行估算，其中折现率取 8%，开采年限按照 38 年、年开采量按照 4 亿吨计算，我们预计在下表中所列出的四种石灰石售价的情形下海螺水泥折现矿山价值分别为 414 亿元、589 亿元、764 亿元、939 亿元。显著高于海螺水泥现有石灰石采矿权账面价值 42.8 亿元。

图表26： 海螺水泥矿山折现值简要测算

不含税单价（元/吨）	30	35	40	45
外购材料（元/吨）	2	2	2	2
外购燃料及动力（元/吨）	2	2	2	2
工资及福利费（元/吨）	3	3	3	3
折旧费（元/吨）	1	1	1	1
修理费（元/吨）	2	2	2	2
安全费用（元/吨）	2	2	2	2
利息支出（元/吨）	0	0	0	0
其他（元/吨）	5	5	5	5
单位总成本费用（元/吨）	17	17	17	17
单位税金及附加（元/吨）	2	2	2	2
税前利润（元/吨）	12	17	22	27
所得税率	25%	25%	25%	25%
所得税（元/吨）	3	4	5	7
单吨净利润（元）	9	13	16	20
折现率	8%	8%	8%	8%
年开采量（亿吨）	4	4	4	4
可开采年限（年）	38	38	38	38
每年利润（亿元）	36	51	66	81
折现矿山价值（亿元）	414	589	764	939

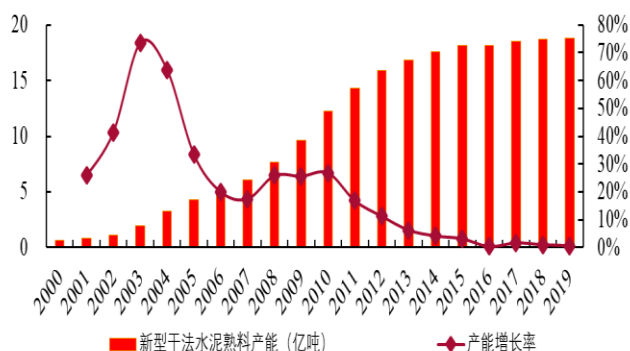
资料来源：矿权评估报告，方正证券研究所

3 海螺水泥熟料产线的存量价值提升

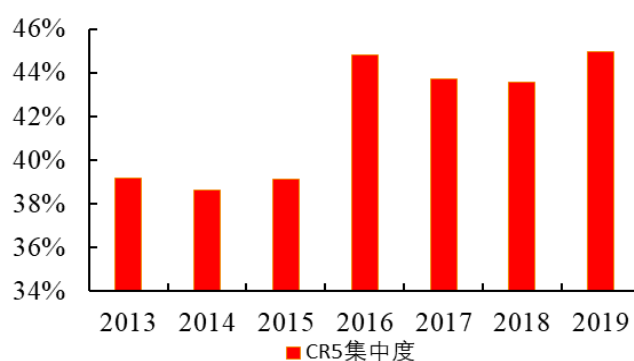
3.1 熟料资源集中度提升

全国熟料产能的集中度也在提升的过程中,根据中国水泥网的数据统计,2019 年中国水泥熟料产能排名前五的企业分别是中国建材、海螺水泥、冀东水泥、华新水泥和华润水泥,经历了中国建材、中国中材的“两材合并”,金隅冀东水泥产能的重组,华新水泥吸收合并拉法基中国等大型并购事件,行业熟料产能集中度在 2016 年出现了较为明显的提升,2019 年 CR5 熟料集中度已经达到了 45% 的水平。

图表27: 历年熟料产能及同比情况



图表28: 近年国内熟料 CR5 集中度变化

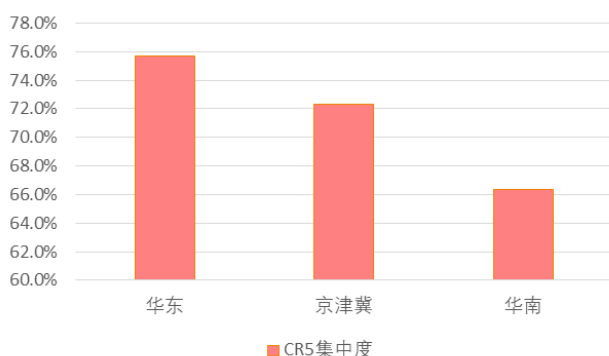


资料来源: 统计局, 方正证券研究所

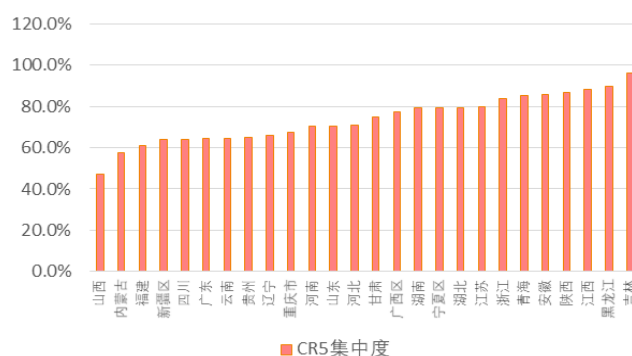
资料来源: 中国水泥网, 方正证券研究所

即便区域间的水泥价格差异、不同运输方式成本的差异等因素会延长或缩短水泥的运输半径,水泥销售依然具有明显的运输半径,属于所谓的“短腿产品”,而当我们把行业产能集中度缩小到此区域、甚至缩小到省域之后,会发现水泥熟料产能集中度区域情况整体会更优于总体情况。根据数字水泥网统计,华东(江浙沪皖)、京津冀、华南(广东、广西)2019 年 CR5 集中度分别为 75.7%、72.3%和 66.3%,如果再细分到省域,可以看到有多个省份的 CR5 集中度已经超过了 80%,比如市场需求较好的华东地区的江苏、浙江、安徽、江西的产能集中度均在 80%以上,优异的产能格局和优异的需求前景也是华东区域水泥市场保持高景气度的重要基础。

图表29: 部分区域 2019 年 CR5 集中度



图表30: 分省 2019 年 CR5 集中度情况



资料来源: 数字水泥网, 方正证券研究所

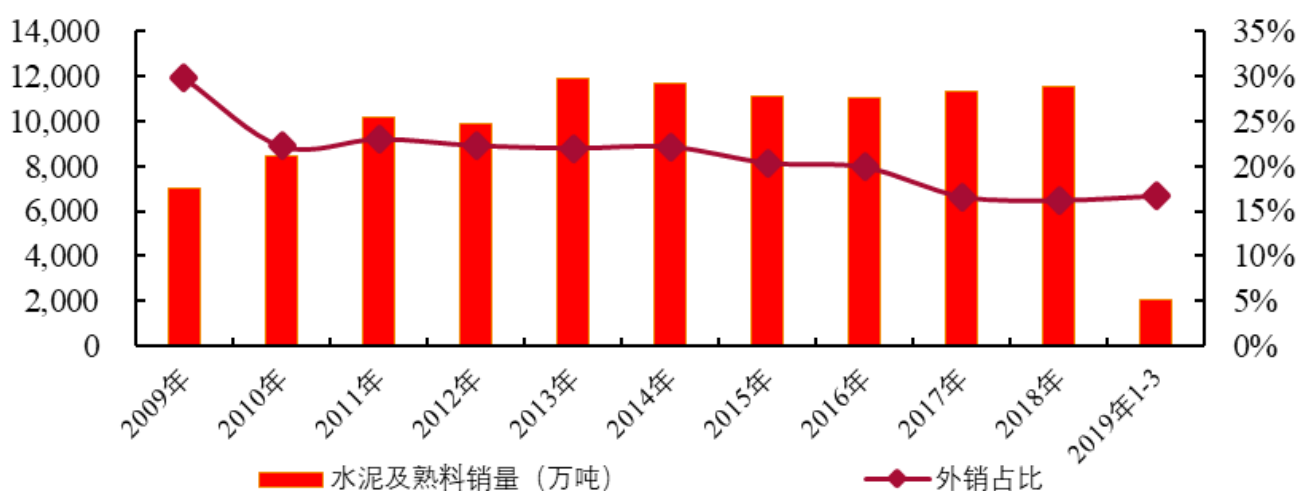
资料来源: 数字水泥网, 方正证券研究所

3.2 社会粉磨站熟料紧缺，经营压力增大

熟料产能的高集中度是行业协同的重要基础，同时，类似于缺乏矿山资源的熟料企业，缺乏自有熟料产线的社会粉磨站，伴随着大型水泥企业粉磨站配套率的进一步提升，同样也面临着原料供应紧张、原料成本提升的情形，对社会粉磨站的运营和成本控制造成了巨大的压力和挑战。

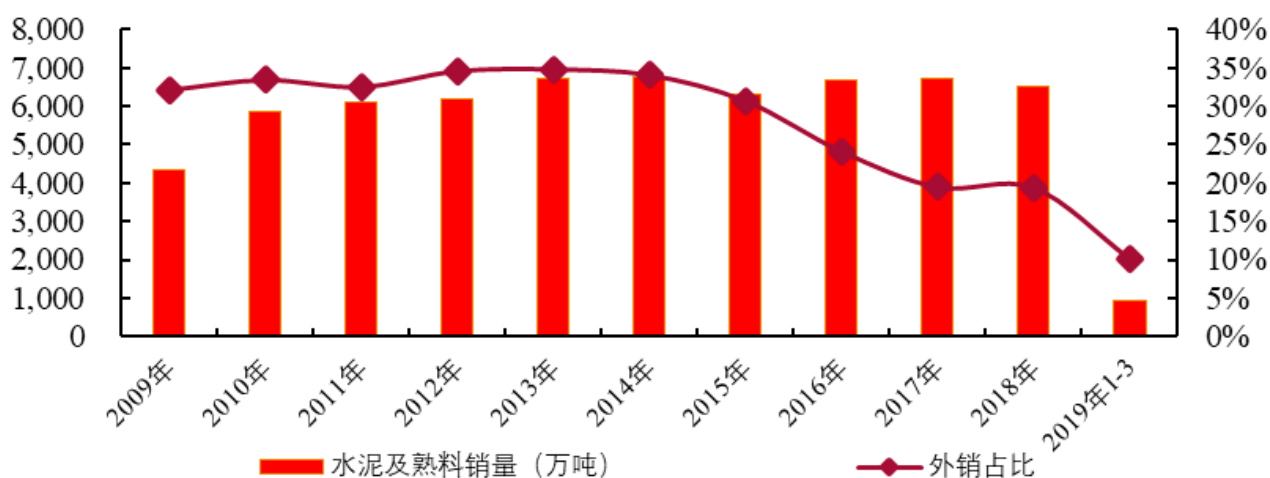
以泛华东区域的南方水泥、中联水泥为例，企业的熟料销售比例占水泥及熟料销售量的比重整体呈现逐步下降的态势，大型企业的水泥粉磨配套率在不断提升。南方水泥熟料外销比重从 2009-2016 年 20%-30%下降为近三年的 16%-17%的比重；中联水泥熟料外销比重从 2009-2016 年 24%-35%下降为近三年的 10%-20%。

图表31： 南方水泥销量及熟料外销占比



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表32： 中联水泥销量及熟料外销占比

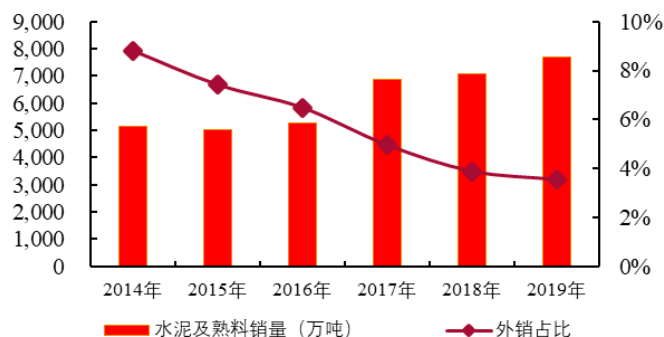


资料来源：公司公告，方正证券研究所

华新水泥熟料外销比重线性降低的趋势较为明显，截止 2019 年年报，公司熟料外销占比已经从 2014 年的 8.8%下降到了 3.5%。上峰水泥则体现的更为明显，公司在 2015 年及以前的销售结构中熟料占

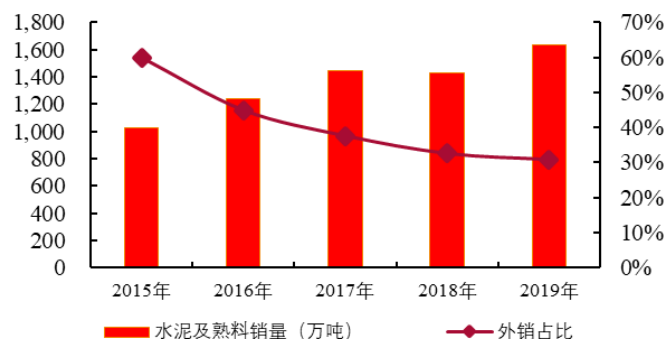
比始终在 50%以上,但是最近几年伴随公司自建、并购的粉磨站产能陆续运行,其熟料外销比重迅速降低,从 2016 年的 45%左右大幅降低至 2019 年的 30.9%,并且预计公司未来熟料外销的比重还会进一步降低。

图表33: 华新水泥销量及熟料外销占比



资料来源:公司公告,方正证券研究所

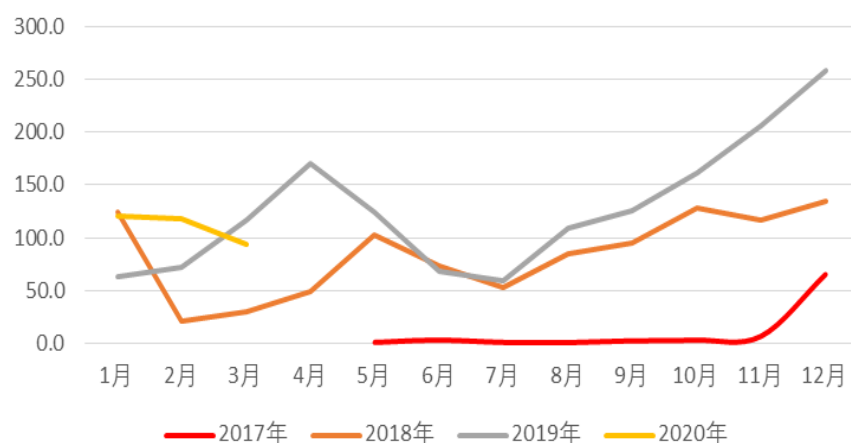
图表34: 上峰水泥销量及熟料外销占比



资料来源:公司公告,方正证券研究所

近年来市场关注的越南熟料进口问题也反映了熟料结构性短缺的问题,其中相当部分的进口熟料流入了社会粉磨站以解决燃眉之急。我们从图中可以看到,越南熟料进口从 2017 年年末开始显著增加,并且在 2018 年、2019 年整体保持进口量继续攀升的趋势,2020 年的前三月的熟料进口依然维持在高位,我们预计即使受到疫情的短期影响,越南熟料进口在 2020 年仍然有望继续提升。从年度情况来看,越南熟料进口开始放量和不断增加的时间段同社会粉磨站供给压力增大的时间区间是基本重合的。并且在水泥需求旺季的二季度和四季度进口量进一步增加,可见旺季时社会粉磨站乃至整体粉磨站熟料需求的阶段性缺口较为明显。

图表35: 近年来中国进口越南熟料情况 (万吨)



资料来源:中国海关数据平台,方正证券研究所

同时政策端对于中小粉磨站也在释放部分生存压力。根据《建材行业淘汰落后产能指导目录(2019版)》,单套粉磨水泥产能 100 万吨以下的粉磨设施(特种水泥除外)然在列。根据中国水泥网的统计,我国水泥粉磨站两千多家,年产能能在 60 万吨以下的小型粉磨站是为

主流，数量占比约在 55%；100 万吨及以下规模的粉磨站占比达到了 78%。即使按照 60 万吨的标准来衡量，将会有相当数量的中小粉磨站面临着退出压力。

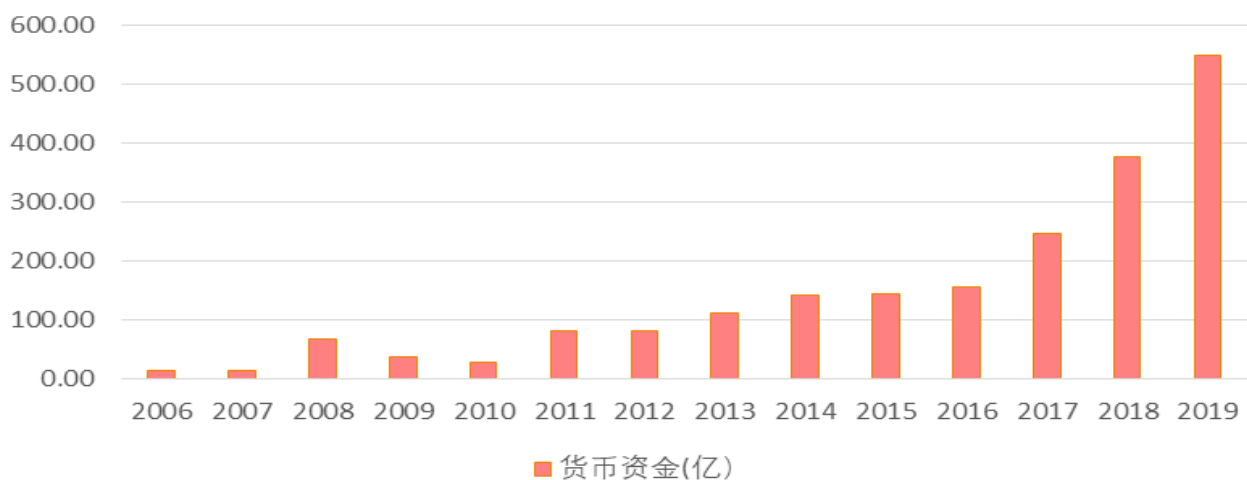
对于社会粉磨站而言，熟料供应短缺的现状未来可能将会持续恶化，进口熟料或外地调运的熟料的供应持续性和价格都有高度的不确定，同时政策端对中小粉磨站的逐步退出也有政策指引，可见水泥粉磨站的竞争格局未来有望进一步改善，存量熟料产线的稀缺性将会进一步体现，对于拥有大量技术先进、布局优越熟料产线和粉磨站的龙头海螺水泥，其资产的隐性价值也具备升值潜力。

4 海螺水泥现金充裕积蓄发展潜能

4.1 海螺水泥在手现金充裕

根据公司 2019 年年报，公司期末现金及等价物余额 220.14 亿元，考察上市以来年中表现，为历史新高，其中，经营活动产生现金流量净额为 407.38 亿元，相对 2018 年同期的 360.59 亿元增长 46.79 亿。期末货币资金为 550 亿，同时期末还持有公允价值高达 168 亿的银行理财产品。现金并非传统意义上的稀缺资源，但是在拥有充足现金的情形下，海螺水泥将会拥有充足的资金进行自身业务扩张、并购等活动，并且能够拥有较大的回旋余地应对各种风险事件。

图表36： 海螺水泥期末货币资金情况



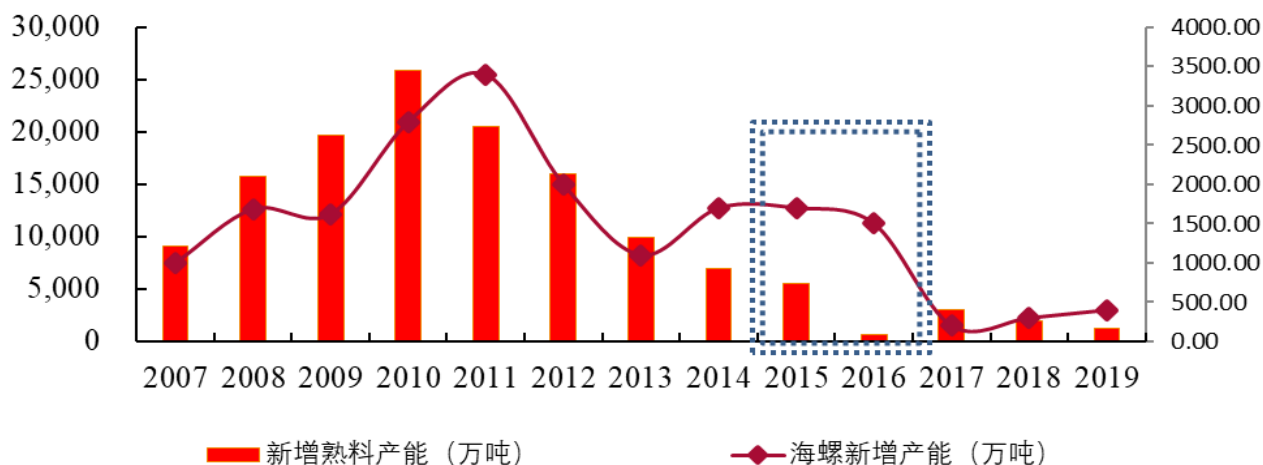
资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.2 海螺水泥稳步扩张产能

海螺水泥整体维持着稳定的产能扩张步伐，从过往周期来看，基本上同行业产能新增节奏一致，在最近的一轮行业周期的底部 2015 年、2016 年，在行业新增产能显著降低的背景下，公司实现了产能的

逆势扩张，并且取得了较好的成效。

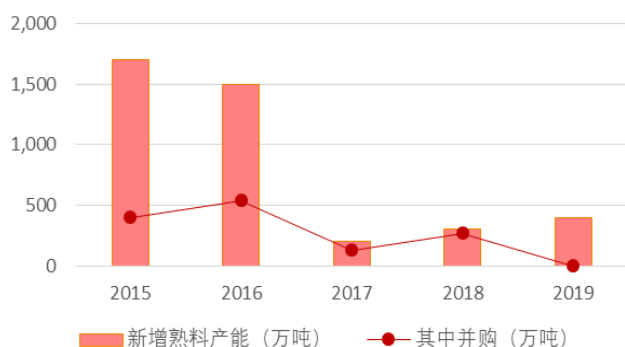
图表37： 全国和海螺水泥年度新增熟料产能情况



资料来源：公司公告，统计局，方正证券研究所

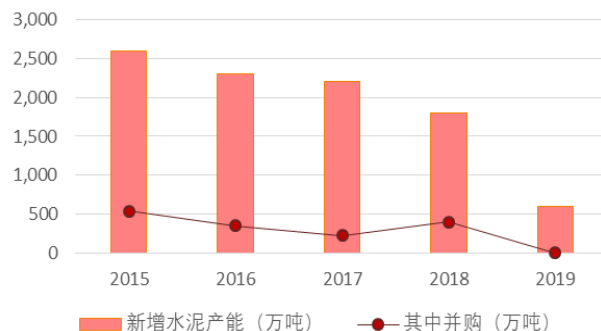
从海螺水泥近几年水泥和熟料新增的结构来看，2015 年、2016 年自建产能和并购产能同时具备，2017 年、2018 年的产能新增以并购为主，2019 年的新增产能以自建产能为主。

图表38： 海螺水泥新增熟料产能及并购情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表39： 海螺水泥新增水泥产能及并购情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

通常在行业景气低点进行的并购在行业上行期间内有望获得较好的投资回报，对于海螺水泥而言，即便考虑到并购标的后对标的的部分追加投入或改造，2015 年-2018 年的多个并购项目仍然均以相对低的价格获得了相对高的回报。

图表40： 海螺水泥近年并购标的的成本和目前的收益情况

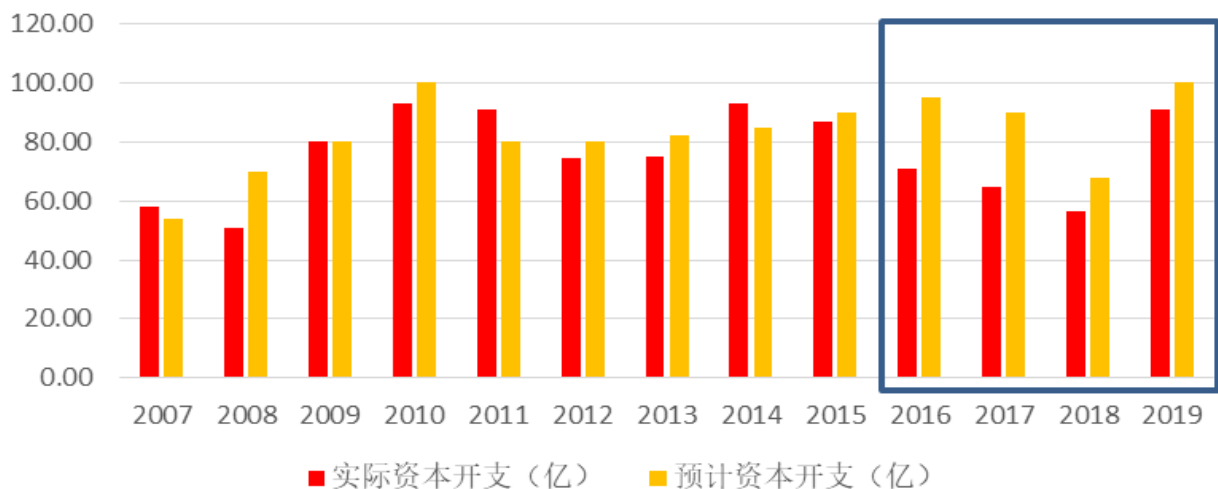
广东广英	2019年	2018、8-12		
净利合计(亿)	1.84	0.72		
归母净利(亿)	1.48	0.58		
归母净利合计(亿)	2.05			
并购价格(亿)	7.25			
凤凰建材	2019年	2018年	2017、9-12	
净利合计(亿)	0.84	0.68	-0.06	
归母净利(亿)	0.54	0.44	-0.04	
归母净利合计(亿)	0.95			
并购价格(亿)	2.28			
江西圣塔	2019年	2018年	2017	2016年
净利合计(亿)	6.07	5.84	1.94	0.75
归母净利(亿)	3.34	3.21	1.07	0.41
归母净利合计(亿)	8.03			
并购价格(亿)	20.48			

资料来源：公司公告，方正证券研究所

而从海螺水泥预计资本开支和实际资本开支的情况来看，2016年至2019年海螺水泥的实际资本开支均未达到计划资本开支的水平，我们认为部分原因也是因为在当前行业处于高景气度的条件下，水泥资产估值相对偏高，因而部分项目暂缓并购有关。

对于海螺水泥而言，在拥有充足现金储备的条件下，未来可以轻易覆盖海螺水泥现有资产的维护性资本性，除此之外，海螺水泥在国内水泥产能的并购扩张、海外自建和并购产能的扩张、骨料行业的产能扩张方面均还具备较大的空间，我们认为海螺水泥并非如传统认知一般已经进入业务稳定甚至长期收缩的阶段。

图表41： 海螺水泥历年计划和实际资本开支情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

5 分项收入预测和估值模型

我们预计海螺水泥的水泥及熟料销售业务、贸易业务、骨料业务在未来两年仍将维持增长态势，水泥业务受益于较好的价格水平和相对有利的成本环境，预计毛利率依然有提升空间；贸易业务则将主要维持业务量的进一步增加；骨料业务仍处于较快增长的阶段，毛利率将会保持在较高水平。

图表42： 海螺水泥分业务预测表

	2018	2019	2020E	2021E
水泥及熟料销售				
营业收入(万元)	9,773,701.70	10,867,255.80	11,050,000.00	11,220,000.00
营业成本(万元)	5,152,206.00	5,767,398.40	5,687,500.00	5,775,000.00
毛利率	47.3%	46.9%	48.5%	48.5%
贸易业务				
营业收入(万元)	2,520,940.57	3,834,854.80	3,905,000.00	3,905,000.00
营业成本(万元)	2,516,657.20	3,828,590.60	3,898,400.00	3,898,400.00
毛利润(万元)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
骨料业务				
营业收入(万元)	81,078.80	102,243.90	139,500.00	183,000.00
营业成本(万元)	25,037.13	30,059.20	40,500.00	51,000.00
毛利率	69.1%	70.6%	71.0%	72.1%
合计				
营业收入(万元)	12,375,721.07	14,804,354.50	150590.00	156660.00
营业成本(万元)	7,693,900.33	9,626,048.20	95908.12	100795.86
毛利率	37.8%	35.0%	36.2%	36.5%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

我们预计公司 2020 年、2021 年 EPS 分别为 6.7、6.8 元，对应 PE 分别为 9.1、8.9 倍。我们选取华新水泥等六家 A 股水泥上市公司作为可比样本，2020 年可比样本平均 PE 估值为 8.4 倍，海螺水泥为 9.2 倍，考虑到海螺水泥为行业龙头且具备强大的竞争优势，理应给予一定的估值溢价，我们首次覆盖给予“推荐”评级。

图表43： 海螺水泥可比公司估值对比情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	EPS			市盈率PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
600585.SH	海螺水泥	3,242.6	6.3	6.7	6.8	9.7	9.1	8.9
600801.SH	华新水泥	596.5	3.0	3.1	3.3	9.4	9.1	8.5
000401.SZ	冀东水泥	289.6	2.0	2.5	2.9	10.7	8.5	7.5
000672.SZ	上峰水泥	229.4	2.9	3.3	3.8	9.8	8.5	7.5
002233.SZ	塔牌集团	163.5	1.5	1.7	1.9	9.4	7.9	7.3
000877.SZ	天山股份	143.2	1.6	1.7	1.9	8.8	7.9	7.2
600720.SH	祁连山	136.2	1.6	2.0	2.2	11.0	8.7	8.0
	平均值	259.7				9.9	8.4	7.7

资料来源：估值对应 5 月 13 日收盘价，方正证券研究所

6 风险提示

房地产需求大幅下滑，基建需求不及预期，市场竞争格局恶化，水泥价格显著下降。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	97109.60	131344.43	165438.47	205753.90	营业总收入	157030.33	150590.00	156660.00	161880.00
现金	54977.08	81748.41	117143.50	155119.85	营业成本	104760.09	95908.12	100795.86	105251.60
应收账款	1273.62	1255.54	1269.60	1330.79	营业税金及附加	1403.05	1295.07	1378.61	1424.54
其它应收款	3623.38	7711.74	7713.83	8130.38	营业费用	4416.57	4141.23	4308.15	4419.32
预付账款	2692.42	2477.46	2597.13	2715.38	管理费用	4741.15	4517.70	4699.80	4856.40
存货	5571.52	5759.29	5785.98	6182.98	财务费用	-1338.17	-1092.54	-1572.09	-1893.48
其他	28971.59	32391.99	30928.43	32274.52	资产减值损失	-1164.21	0.00	0.00	0.00
非流动资产	81667.58	84201.77	87153.85	89354.92	公允价值变动收益	257.60	0.00	0.00	0.00
长期投资	4232.44	5432.44	6632.44	7832.44	投资净收益	1209.08	1200.00	1200.00	1200.00
固定资产	65096.26	65816.59	66676.76	66967.01	营业利润	44057.34	46839.71	48061.68	48827.36
无形资产	10493.10	11106.96	11998.87	12709.69	营业外收入	648.13	600.00	600.00	600.00
其他	1845.77	1845.77	1845.77	1845.77	营业外支出	148.62	100.00	100.00	100.00
资产总计	178777.18	215546.20	252592.32	295108.82	利润总额	44556.85	46839.71	48061.68	48827.36
流动负债	27421.19	27983.12	27925.61	29247.40	所得税	10204.84	10632.61	10958.06	11132.64
短期借款	2941.70	2941.70	2941.70	2941.70	净利润	34352.01	36207.10	37103.62	37694.72
应付账款	7303.65	6406.16	6616.42	6969.58	少数股东损益	759.25	936.79	961.23	976.55
其他	17175.85	18635.26	18367.50	19336.13	归属母公司净利润	33592.76	35270.30	36142.38	36718.17
非流动负债	9035.54	9035.54	9035.54	12535.54	EBITDA	41861.60	47214.27	46841.59	47885.49
长期借款	3871.29	3871.29	3871.29	3871.29	EPS (元)	6.34	6.66	6.82	6.93
其他	5164.25	5164.25	5164.25	8664.25					
负债合计	36456.73	37018.66	36961.16	41782.94	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	4958.77	5895.56	6856.79	7833.34	成长能力				
股本	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	营业收入	0.22	-0.04	0.04	0.03
资本公积	10587.32	10587.32	10587.32	10587.32	营业利润	0.10	0.06	0.03	0.02
留存收益	121331.55	156601.85	192744.23	229462.40	归属母公司净利润	0.13	0.05	0.02	0.02
归属母公司股东权益	137361.68	172631.98	208774.37	245492.54	获利能力				
负债和股东权益	178777.18	215546.20	252592.32	295108.82	毛利率	0.33	0.36	0.36	0.35
					净利率	0.21	0.23	0.23	0.23
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	0.24	0.20	0.17	0.15
经营活动现金流	40738.20	31379.63	39306.17	38341.29	ROIC	0.41	0.40	0.40	0.39
净利润	34352.01	36207.10	37103.62	37694.72	偿债能力				
折旧摊销	339.34	2667.10	1552.00	2151.61	资产负债率	0.20	0.17	0.15	0.14
财务费用	-1105.63	607.01	607.01	712.25	净负债比率	0.09	0.07	0.06	0.06
投资损失	-1185.29	-1200.00	-1200.00	-1200.00	流动比率	3.54	4.69	5.92	7.03
营运资金变动	8413.99	-6901.57	1243.55	-1017.30	速动比率	3.34	4.49	5.72	6.82
其他	-76.21	0.00	0.00	0.00	营运能力				
投资活动现金流	-20688.85	-4001.29	-3304.08	-3152.69	总资产周转率	0.96	0.76	0.67	0.59
资本支出	-8650.86	-4001.29	-3304.08	-3152.69	应收账款周转率	125.31	119.08	124.08	124.50
长期投资	-13606.18	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	22.93	21.97	24.06	23.83
其他	1568.19	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-7911.90	-607.01	-607.01	2787.75	每股收益	6.34	6.66	6.82	6.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	7.69	5.92	7.42	7.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	25.92	32.58	39.40	46.33
普通股增加	758.11	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-1001.29	-1304.08	-1152.69	P/E	9.60	9.14	8.92	8.78
其他	-8670.01	394.28	697.07	3940.43	P/B	2.35	1.87	1.54	1.31
现金净增加额	12137.46	26771.34	35395.09	37976.35	EV/EBITDA	6.67	-1.48	-2.25	-2.92

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com