

【广发建材&海外】安徽海螺水泥股份 (0914.HK)

内并外扩、盈利突出的优质龙头，价值凸显

● 以史为镜：行业周期规律明显，但边际弹性减弱

地产周期规律演绎下，行业同样呈现 3 年一周期。2009 年以来，水泥行业经历了两轮上升周期，一次是 2009-2011 年、一次是 2012-2013 年；对比分析 2009 年以来水泥行业两轮周期，基本面的边际效应明显递减。

● 基本面弹性渐弱，海螺水泥港股估值中枢趋势性下行

我们选择 2012 年作为历史估值考察的开始节点，因为 2012 年开始，资本市场对水泥行业长期需求趋势下行基本形成一致预期，事后回看预期基本准确，2012 年水泥行业开始步入成熟期，对于行业而言，估值中枢必然会下移。可以看到海螺水泥 2012-2015 年港股的 PB 中枢确实也呈现下移趋势。

● 海外发达国家经验：ROE 是估值的“锚”

对于行业步入成熟期后多少算合理估值水平，我们可以行业早已处于成熟期的发达国家水泥上市公司为例来做国际比较分析。发现即使行业处于成熟阶段，若 ROE 中枢能持续在 13% 以上，对应 PB 中枢能达到 1.6 倍以上；若 ROE 中枢能维持在 6%-10% 之间，对应 PB 应能维持 1.1 倍-1.5 倍之间；若公司长期处于亏损或微利状态，相对应其 PB 估值水平自然就很低。

● 内并外扩、盈利突出的行业龙头，理应享有估值溢价

公司作为国内行业龙头，竞争力突出，盈利水平在行业内遥遥领先，吨净利比行业水平至少高出 20-30 元/吨，假设公司资产负债率保持 30% 左右水平，按照前文的国际经验来看，谨慎假设下，以 ROE 为“锚”，公司合理 PB 中枢能维持在 1.1-1.5 倍，中性预期下合理 PB 中枢有望达到 1.5-1.8 倍。此外公司通过海外扩张和国内收购兼并，产销量也仍将持续保持扩张态势。

● 投资建议：给予“谨慎增持”评级

整体来看，公司本身在行业内的竞争力仍然非常突出，盈利水平遥遥领先，以 ROE 为“锚”，海螺水泥合理估值中枢应该在 1.1-1.8 倍之间，目前接近中枢下限；另外虽然直接新建产能较少，但通过海外扩张和国内收购兼并，公司产销量仍将保持扩张态势；考虑到今年水泥价格超预期持续上涨，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.85、1.88、2.02 元人民币，对应 12 月 29 日 H 股收盘价 20.8 港币（对应人民币 18.63 元），2016-2018 年 PE 分别为 10.1X、9.9X、9.2X，对应最新 PB 为 1.2X，给予“谨慎增持”评级。

● 风险提示

港股与 A 股市场环境不同，市场风险差异、地产销售出现下滑、水泥产能整合未达预期

公司评级

谨慎增持

当前价格 20.8 港币

报告日期 2016-12-30

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	5,299/4,000
每股净资产 (元)	13.30
资产负债率 (%)	30.13

分析师： 邹 戈 S0260512020001

 021-60750616

 zouge@gf.com.cn

分析师： 谢 璐 S0260514080004

 021-60750630

 xielu@gf.com.cn

相关研究：

海螺水泥 (600585.SH)：三 2016-10-30

季度业绩大增，盈利改善显著

海螺水泥 (600585.SH)：业 2016-08-23

绩底部回升，关注旺季涨价全

年有望超预期

海螺水泥 (600585.SH)：销 2016-04-27

量超预期，业绩下滑受制价格

基数效应

联系人： 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

以史为镜：行业周期规律明显，但边际弹性减弱	4
地产周期规律演绎下，行业同样呈现 3 年一周期	4
2009 年以来水泥行业两轮周期对比分析	6
对比两轮周期，基本面的边际效应明显递减	9
基本面弹性渐弱，海螺水泥港股估值中枢趋势性下行	10
海外发达国家经验：ROE 是估值的“锚”	11
内并外扩、盈利突出的行业龙头，理应享有估值溢价	14
吨净利水平遥遥领先，盈利能力突出凸显价值	14
内并外扩，逆势扩张彰显龙头本色	15
投资建议：给予“买入”评级	18
风险提示：	19

图表索引

图 1: 2006 年以来房地产销售增速情况	4
图 2: 地产周期与水泥/玻璃行业景气周期比较	5
图 3: 历年 M2 增速情况	7
图 4: 2009-2011 地产销售及新开工面积增速情况	8
图 5: 2012-2013 地产销售及新开工面积增速情况	8
图 6: 历年基建投资增速情况	8
图 7: 历年 PPI 当月同比	8
图 8: 历年华东地区水泥价格走势	8
图 9: 2012 年以来海螺水泥 PB 估值下移	10
图 10: 海螺水泥 PB 与 ROE	11
图 11: 澳大利亚 ADELAIDE BRIGHTON PB	12
图 12: 澳大利亚 ADELAIDE BRIGHTON ROE	12
图 13: 拉法基 PB	12
图 14: 拉法基 ROE	12
图 15: 日本第一太平洋水泥 PB	13
图 16: 日本第一太平洋水泥 ROE	13
图 17: 日本住友大阪水泥 PB	13
图 18: 日本住友大阪水泥 ROE	13
图 19: 韩国韩一水泥 PB	14
图 20: 韩国韩一水泥 ROE	14
图 21: 海螺水泥销量增速与全国水泥产量增速	16
图 22: 公司并购公司数和平均产能	16
图 23: 并购熟料产能和占当年新增产能比例	16
图 24: 公司每年并购公司地区数	16
图 25: 公司近年来并购地区总产能 (吨/天)	16
图 26: 利润率来看, 海螺水泥领先行业竞争对手	14
图 27: 海螺 ROE 水平在行业大幅领先	14
表 1: 2009 年以来行业两轮上升周期情况	7
表 2: 对比两轮周期, 基本面边际效应逐渐减弱	9
表 3: 海螺水泥近年国内并购一览	17
表 4: 海螺水泥近年国际化扩展一览	18
表 5: 海螺水泥与华新水泥吨净利之差在 20 元/吨	15
表 6: 2013-2015 年海螺水泥与其他水泥公司吨净利均值之差在 20-30 元/吨 ..	15

以史为镜：行业周期规律明显，但边际弹性减弱

地产周期规律演绎下，行业同样呈现 3 年一周期

2006年以来，以商品房销售面积变化为标准，已经经历了3个完整的地产小周期，从高点到高点起算，分别是2007年9月-2009年11月，2009年11月-2013年2月，2013年2月-2016年4月。第一个周期受当时加息、金融危机、“4万亿”等干扰较大，周期时间只有2年出头，后面两轮周期时间基本都是3年出头；由于地产周期性变化，使得其下游水泥/玻璃行业景气度也呈现出3年的周期规律，就水泥、玻璃以及其他下游需求与地产休戚相关的建材子行业而言，其景气度的变化与地产周期高度一致，当然并非指建材行业周期与地产周期完全同步，地产销售下行传导到下游基本面有一定时间周期，从过往数据来看，建材行业高/低点滞后地产销售增速高/低点约1年，以2009年以来的周期为例：

2009-2010-2011年：2009年初开始房地产销售底部回升，到了2010年上半年量价齐升，带动房地产新开工回升，使得下游水泥/玻璃等建材需求回升，驱动其价格上涨；本轮周期地产销售增速峰值出现在2009年11月份，而水泥价格阶段性高点出现在2010年12月份，玻璃价格阶段性高点出现在2010年11月份，滞后约1年左右。

2012-2013-2014年：2012年初房地产销售开始底部回升（相应水泥、玻璃价格低点出现在2013年初），到了2013年上半年量价齐升，带动房地产新开工回升，使得下游水泥/玻璃等建材需求回升，驱动其价格上涨；本轮周期地产销售增速峰值出现在2013年2月份，而水泥价格阶段性高点出现在2013年12月份，玻璃价格阶段性高点出现在2013年10月份，滞后接近1年（3个季度，考虑到统计上的偏差）。

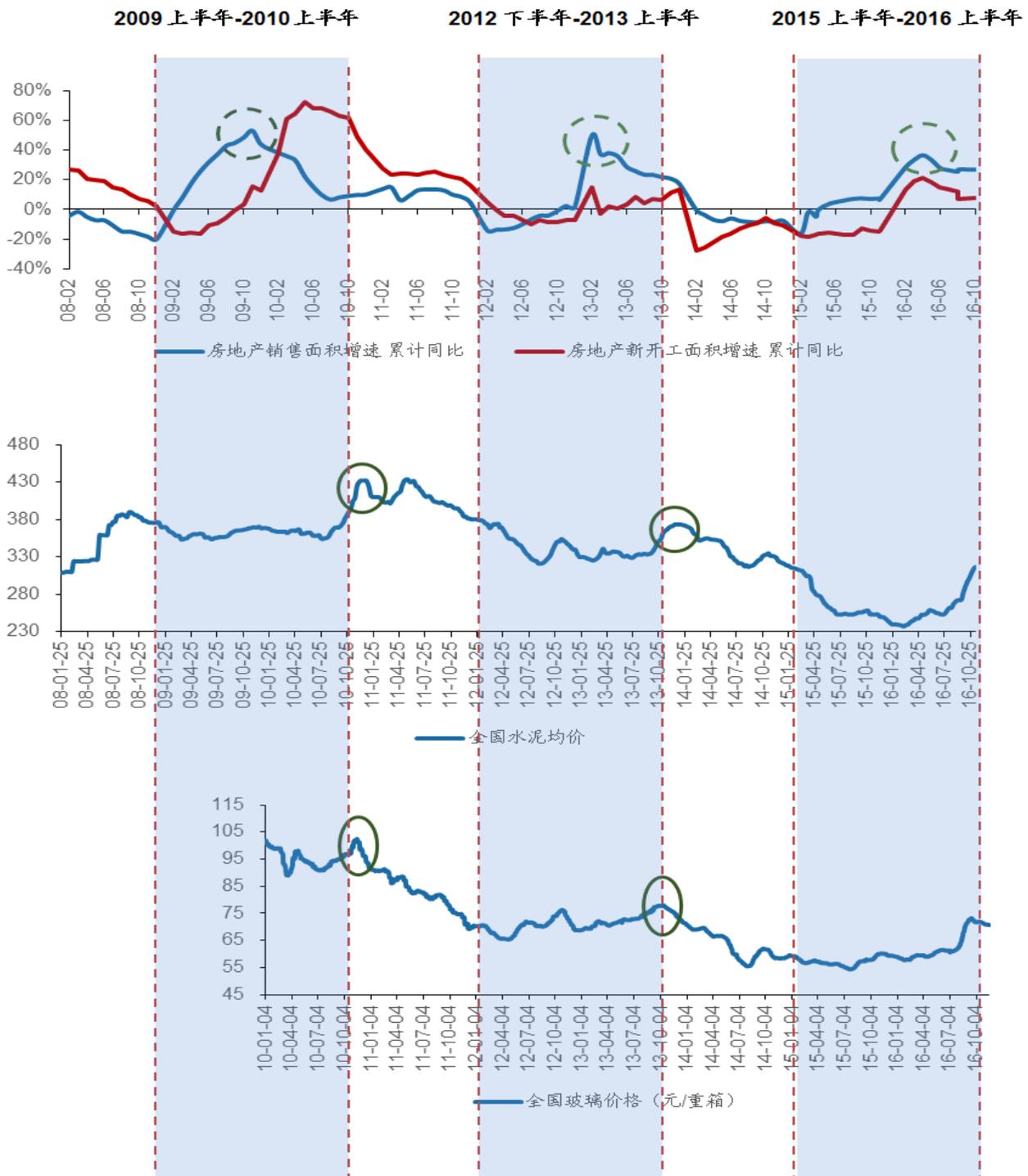
2015-2016-2017年：2015年初房地产销售开始底部回升（相应水泥、玻璃价格低点出现在2016年初），到了2016年上半年量价齐升，从而带动房地产投资回升，使得下游水泥/玻璃等建材需求回升，驱动今年价格上涨；地产销售增速峰值出现在2016年4月份，参考过去两轮滞后时长，预计水泥、玻璃价格阶段性高点出现在明年上半年。

图1：2006年以来房地产销售增速情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图2: 地产周期与水泥/玻璃行业景气周期比较



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2009 年以来水泥行业两轮周期对比分析

2009年以来, 财政、货币政策放松和地产放松有两个时间窗口, 一次是2009-2010年, 一次是2012年下半年-2013年上半年, 由于政策刺激导致行业需求

回升，水泥行业经历了两轮上升周期，一次是2009-2011年、一次是2012-2013年。

我们从货币宽松度（M2增速）、下游需求（包括地产、基建）、PPI、水泥价格（以华东为例）五个方面对比分析这两轮周期。

表1：2009年以来行业两轮上升周期情况

项目		2009-2011年	2012-2013年
M2		2008年11月-2009年11月份处于上升期； 2009年12月份-2010年5月增速虽然下降，但一直维持在20%以上	2012年5月-2013年4月处于上升态势；
房地产	销售面积	2009年1月-2009年11月房地产销售增速处于上升期； 2009年12月-2010年5月房地产销售增速虽然下降，但一直维持在20%以上；	2012年3月-2013年4月房地产销售增速处于上升期； 2013年5月-2013年11月房地产销售增速虽然下降，但一直维持在20%以上；
	新开工面积	由于销售改善的传导 2009年6月-2010年5月房地产新开工面积增速处于上升期； 2010年6月-2011年11月房地产新开工面积增速虽然下降，但一直维持在20%以上；	由于销售改善的传导 2012年11月-2013年12月房地产新开工增速处于上升期；
基建		2008年2月基建投资增速开始加速回升-2009年5月达到峰值60.5%； 2009年2月-2009年11月基建投资增速一直维持在50%以上； 2008年12月-2010年7月也一直维持在25%以上；	2012年3月-2013年3月处于上升态势； 2013年3月-2013年11月基建投资增速一位维持在25%以上
PPI		2009年8月-2011年7月处于上升态势；2010年6月至2011年10月，PPI同比月率一直维持在5%以上；	2012年9月-2013年12月处于上升态势；但一直在负增长区间。
华东水泥价格		2010年7月价格（310元/吨）开始大幅上涨，至2010年12月达到峰值（516元/吨），上涨幅度66%； 2010年11月至2011年8月价格维持在450元/吨以上，时间长达9月；	2013年7月价格（320元/吨）开始持续上涨，至2013年12月达到峰值（409元/吨），上涨幅度28%；

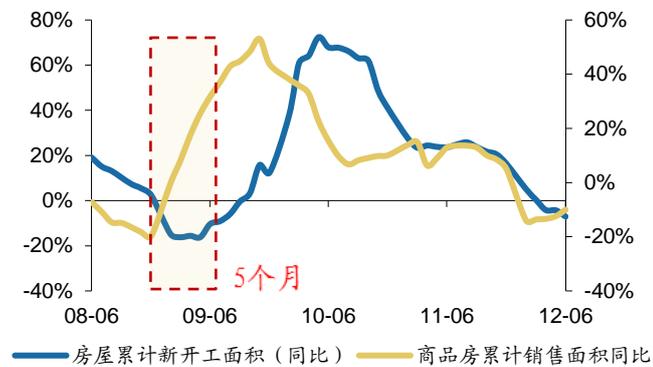
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图3：历年M2增速情况



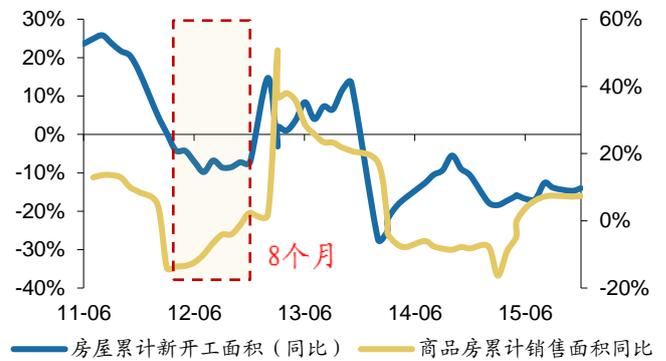
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 2009-2011地产销售及新开工面积增速情况



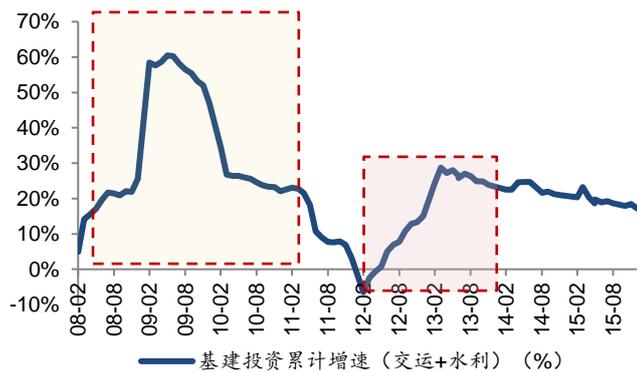
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 2012-2013地产销售及新开工面积增速情况



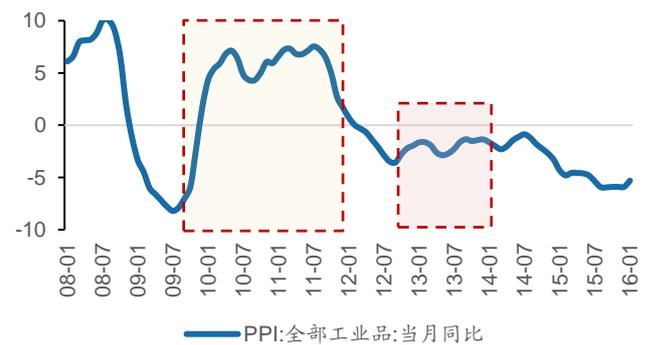
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 历年基建投资增速情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 历年PPI当月同比



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 历年华东地区水泥价格走势



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

对比两轮周期，基本面的边际效应明显递减

我们在上文详细对比了2009年-2011年、2012年-2013年两轮上升周期，可以发现，后一轮周期比前一轮周期的弹性明显减弱：

- 1) 从货币宽松程度来看，政策的刺激程度在下降：前轮周期M2增速峰值29.74%（2009年11月份）明显高出后轮周期16.10%（2013年4月份）；而且从持续性来看，前轮周期在2009年11月份见顶后，2009年12月份-2010年5月份M2增速一直维持在较高的20%以上，时间长达7个月；而后轮周期在M2增速见顶后就直接持续下降至较低位置。
- 2) 从房地产数据来看，数据峰值、传导能力、持续性都在减弱：一方面前轮房地产销售改善传导到新开工改善用了5个月时间，后轮周期的传导用了8个月时间；另一方面前轮周期房地产销售增速和新开工增速的峰值、以及在景气度相对高点持续时间均明显高出后一轮周期。
- 3) 从基建需求来看，两轮周期相比，后一轮周期的基建投资增速峰值明显下降，且相比前一轮周期连续19个月投资增速维持在25%以上，后一轮周期的持续性和峰值均明显减弱；
- 4) 从PPI指标来看，前一轮周期PPI指数环比改善时间和峰值均远高于后一轮（后一轮周期PPI一直处于负增长区间）；
- 5) 从水泥价格来看，2009-2011年水泥价格最大涨幅66%，2012-2013年水泥价格最大涨幅只有28%；且前一轮水泥价格上涨的持续性也高于后一轮。

表2：对比两轮周期，基本面边际效应逐渐减弱

项目		2009-2011 年周期	2012-2013 年周期	2015 年以来
M2	M2 增速峰值	29.74%	16.10%	13.7%
	峰值时间	2009 年 11 月	2013 年 4 月	2015 年 11 月
	持续性与强度	2009 年 12 月-2010 年 5 月, M2 增	2013 年 1 月-2013 年 5 月, M2	

		速 20%以上维持 7 个月	增速 15%以上维持 5 个月	
房地产	地产销售	增速峰值 53%	增速峰值 49.5%	增速峰值 7.5% (2015 年 11 月)
		2009 年 12 月-2010 年 5 月销售增 一直维持在 20%以上	2013 年 5 月-2013 年 11 月销售 增速一直维持在 20%以上	
	新开工	增速峰值 72.4%	增速峰值 13.5%	一直下滑, 仍在低位
		2010 年 2 月-2011 年 11 月增速维 持在 20%以上, 持续 23 个月		
销售传导至新开工 时间	5 个月	8 个月	至今超过 12 个月仍未改 善	
基建投资	基建投资增速峰值	60.50%	28.80%	23.2%
	峰值时间	2009 年 5 月	2013 年 3 月	2015 年 3 月
	持续性与强度	2009 年 2 月-2009 年 11 月, 投资 增速 50%以上维持 10 个月	2013 年 3 月-2013 年 9 月, 投 资增速 25%以上维持 7 个月	
PPI	同比月率	2009 年 7 月-2011 年 7 月 PPI 同比 月率持续回升, 连续 24 个月正增长	2012 年 9 月-2013 年 12 月 PPI 同比月率回升, 但持续负增长	2015 年 PPI 持续下滑、负 增长, 2016 年 1 月有所回 升
华东水泥 价格	水泥价格	峰值 516 元/吨	峰值 409 元/吨	当前价格 234 元/吨
	上涨幅度	66%	28%	
	价格持续性	价格在 450 元以上维持 9 个月		

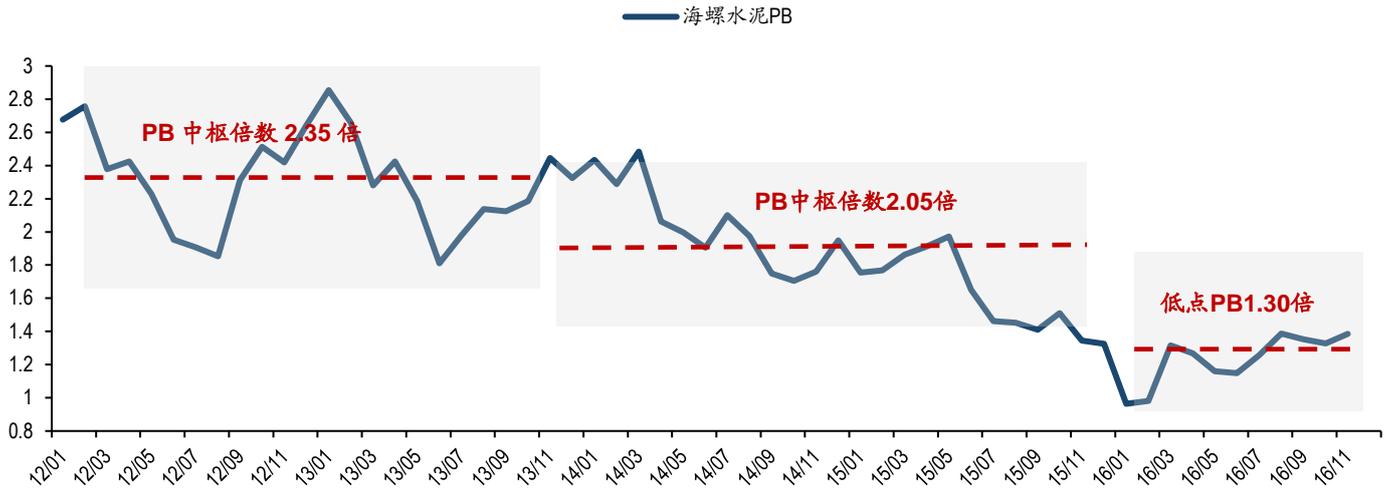
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

基本面弹性渐弱，海螺水泥港股估值中枢趋势性下行

我们选择2012年作为历史估值考察的开始节点，主要因为经历2009年需求端的“4万亿”、2010-2011年供给收缩的逻辑（故事）演绎后，2012年开始，资本市场对水泥行业长期需求趋势下行基本形成了一致预期，从事后角度回顾来看，预期基本也准确，2012年水泥行业开始步入成熟期，对于行业而言，成熟期相比成长期，估值中枢必然会下移。

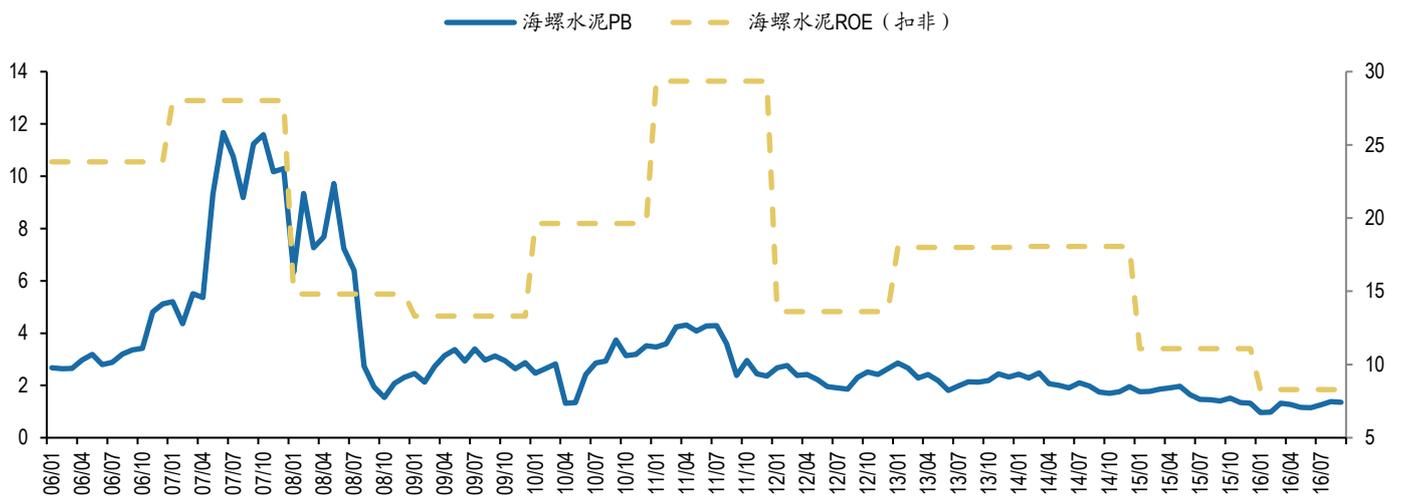
可以看到海螺水泥2012-2015年港股的PB中枢确实也呈现下移趋势，其中2012年到2013年上半年，海螺的PB估值中枢在2.35倍左右，PB估值低点1.81倍左右，PB估值高点2.85倍左右；而2013年下半年年到2015年1季度，海螺水泥的PB估值中枢倍数在2.05倍左右，PB估值低点1.70倍左右，PB估值高点2.48倍左右；而从2015年下半年到2016年年末，海螺水泥的PB估值持续走低，最低点达到0.96倍，历史上首次破净，中枢在1.3倍左右；目前这种下移是错杀还是永久性下行，如果是后者，下行是否有底限，底在何方，这是我们需要思考并给出答案的地方。

图9：2012年以来海螺水泥PB估值下移



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 海螺水泥PB与ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

海外发达国家经验: ROE 是估值的“锚”

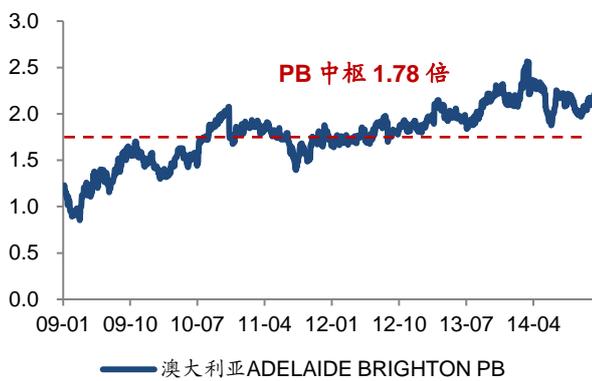
对于行业步入成熟期后多少算合理估值水平,我们可以行业早已处于成熟期的发达国家水泥上市公司为例来做国际比较分析。我们选取了六家国外成熟市场的水泥上市公司,一家是全球水泥龙头企业拉法基,其他四家是立足于本国的日本太平洋水泥、日本住友大阪水泥、韩国韩一水泥和澳大利亚ADELAIDE BRIGHTON。

我们发现:首先,这六家公司PB估值中枢差异较大,哪怕是同一个国家的水泥公司PB差异也很大,其中澳大利亚的ADELAIDE BRIGHTON估值水平最高,PB中枢达到1.78倍,其次是日本第一太平洋水泥,PB中枢为1.23倍,拉法基为0.88

倍，日本住友大阪水泥0.75倍，而韩国的韩一水泥只有0.41倍。其次，同一家公司在不同时间段PB估值波动较大，比如日本第一太平洋水泥低的时候PB不达0.5，而高的时候达到2.5。深入分析里面估值的差异和波动，理论上而言影响PB的主要变量是ROE，结合这六家公司的ROE来看，其估值间的差异和波动原因就一目了然了。

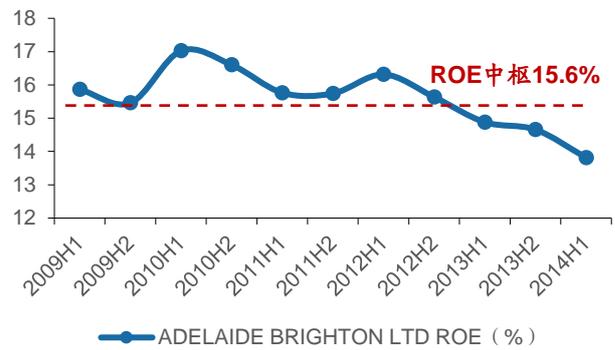
- ADELAIDE BRIGHTON之所以PB估值中枢最高，并且高达1.78倍，主要因为其ROE水平较高，从2009年到2014年，其ROE始终保持在14%-17%之间，ROE均值水平达到15.6%。

图11: 澳大利亚ADELAIDE BRIGHTON PB



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

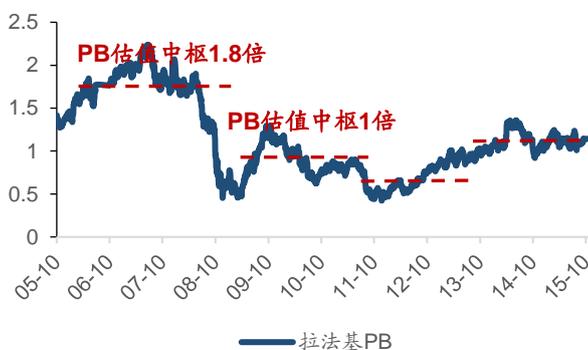
图12: 澳大利亚ADELAIDE BRIGHTON ROE



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

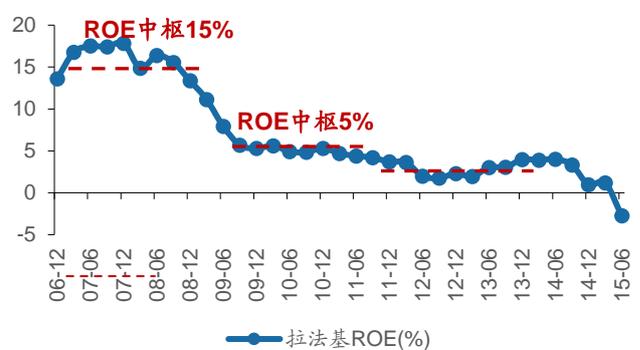
- 拉法基2006年-2008年，ROE中枢维持在15%左右，对应PB估值在1.8倍左右；2009-2011年上半年ROE中枢下降至5.5%，其PB估值中枢约1倍左右；2011年下半年-2012年ROE持续下滑，均值为2.6%，相对应PB估值也持续下滑，均值只有0.54；2013-2015年ROE回升到3.5%后再次下滑，PB估值中枢却回升到1.00倍，一定程度受到和豪瑞的合并影响。

图13: 拉法基PB



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

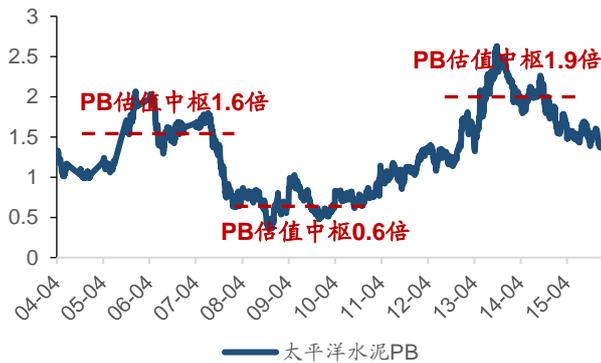
图14: 拉法基ROE



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

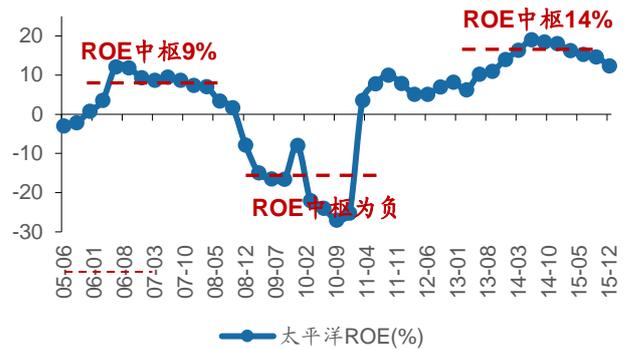
- 日本第一太平洋水泥2006-2007年时ROE中枢为9%，对应PB中枢达到1.6倍；2009-2010年时ROE为负值，其PB只有0.65倍；2011-2012年公司扭亏为盈，其ROE均值水平约为6.4%，对应PB水平也持续上升，均值达到1.08；2013-2014年公司ROE水平处于持续上升态势，均值达到13.6%，相对应PB水平也上升，均值达到1.9倍。

图15: 日本第一太平洋水泥PB



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图16: 日本第一太平洋水泥ROE



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

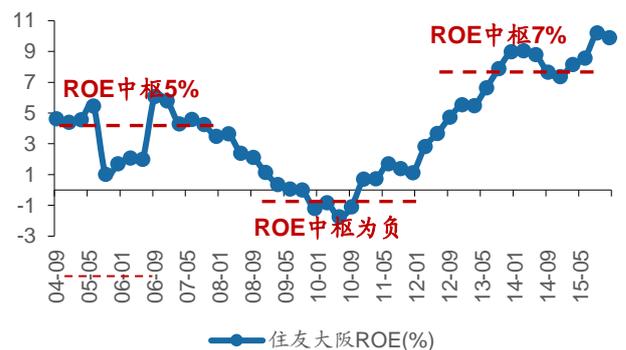
- 日本住友大阪水泥2004-2005年ROE中枢在5%左右，其PB估值中枢在1.1倍左右，2009-2010年时ROE均值为负数，其PB水平只有0.55倍；2011-2012年公司扭亏为盈，其ROE均值水平约为2.6%，对应PB水平也持续上升，均值达到0.75；2013-2014年公司ROE水平处于持续上升态势，均值达到7.5%，相对应PB均值达到1.1倍。

图17: 日本住友大阪水泥PB



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

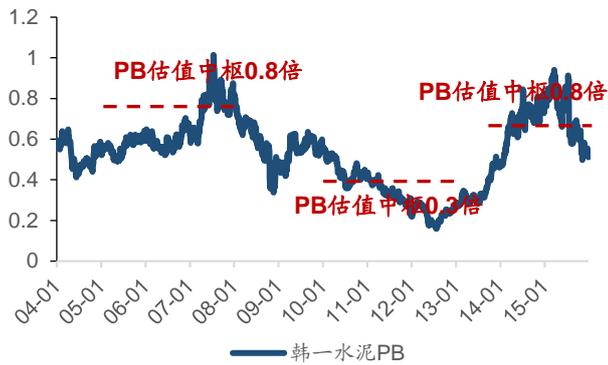
图18: 日本住友大阪水泥ROE



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

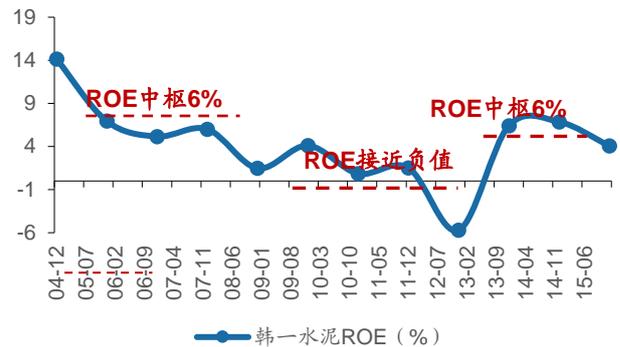
- 韩国韩一水泥2005年-2007年的ROE维持在6%左右，其PB水平0.8倍；2010-2011年公司处于微利状态，相对应PB中枢下降到0.36；2012年公司ROE为负值，其PB下降到只有0.25；2013-2014年ROE又恢复到6%-7%，相对应PB上升到0.80。

图19: 韩国韩一水泥PB



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

图20: 韩国韩一水泥ROE



数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

综合国外这几个案例来看, 我们发现, 即使行业处于成熟阶段, 若ROE中枢能持续在13%以上, 对应PB中枢能达到1.6倍以上; 若ROE中枢能维持在6%-10%之间, 对应PB应能维持1.1倍-1.5倍之间; 若公司长期处于亏损或微利状态, 相对应其PB估值水平自然就很低了。

内并外扩、盈利突出的行业龙头, 理应享有估值溢价

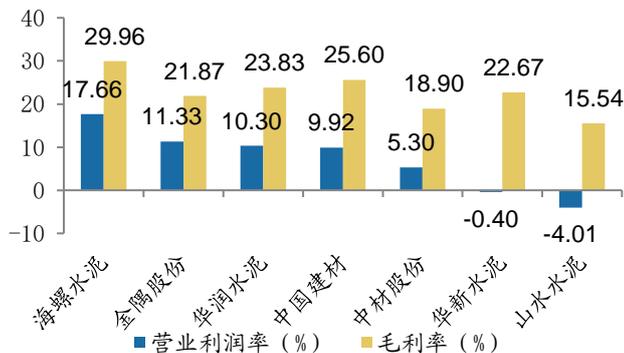
吨净利水平遥遥领先, 盈利能力突出凸显价值

回到国内目前的情况, 行业步入成熟期, 产能过剩, ROE阶段性下滑是必然事实; 按照前文的分析, 对于成熟行业而言, 中期来看, ROE是对公司进行合理估值的“锚”; 从而我们需要知道ROE的“底”, 才能合理推断PB估值底。

对于海螺水泥, 短期来看, 其ROE受水泥价格波动、资产负债率变化的影响, 显得难以预测; 不过中期来看, 我们可以通过行业内比较找到公司ROE的下限。

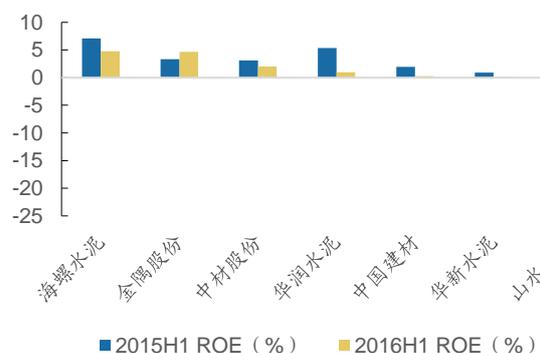
众所周知, 海螺水泥的盈利能力在行业内遥遥领先。

图21: 利润率来看, 海螺水泥领先行业竞争对手



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图22: 海螺ROE水平在行业大幅领先



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

站在吨盈利角度，我们可以做过简单的同行业内比较：

- 1) 以经营管理能力比较出色的华新水泥为基准，2011年以来海螺-华新的吨净利差维持在20-40元/吨。

表3：海螺水泥与华新水泥吨净利之差在20元/吨（单位：元/吨； CNY）

	2011	2012	2013	2014	2015
海螺水泥吨净利	75	35	43	47	22
华新水泥吨净利	32	16	26	27	2
“海螺-华新”吨净利差	43	18	17	20	20
海螺水泥销量（万吨）	15800	18700	22800	24900	25600
销量增速		18%	22%	9%	3%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

PS：华新吨净利剔除海外收益，海螺水泥2015年吨净利剔除出售股权的投资收益

- 2) 同时我们选取2013-2015年，水泥行业经营管理能力较强的5家龙头公司均值作为基准，海螺水泥的吨净利比这5家公司均值高出20-30元/吨。

表4：2013-2015年海螺水泥与其他水泥公司吨净利均值之差在20-30元/吨（单位：元/吨； CNY）

	冀东水泥	金隅股份	华新水泥	中国建材	华润水泥	均值	海螺水泥	海螺-均值差
2013年吨净利	3	6	26		35	18	43	26
2014年吨净利	-4	1	27	19	39	16	47	31
2015年吨净利		-15.2	2	5	10	0	22	22

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

我们基本可以得出，海螺水泥吨净利比行业水平至少高出20-30元/吨；谨慎假设，行业龙头公司处于盈亏平衡，则海螺水泥吨净利仍能保持在20-30元/吨；中性假设，行业龙头公司处于微利状态（吨净利10元/吨，按照400元/吨的单吨投资、50%负债率，对应ROE5%），则海螺水泥吨净利将达到30-40元/吨。

同时，以2016年三季报数据来看，海螺水泥总资产1057亿元，净资产776亿元，资产负债率27%，全年海螺水泥熟料销量预计2.7亿吨左右，单吨总资产为391元，基本和行业吨重置成本相当，单吨净资产为287元。

假设海螺水泥的资产负债率保持30%左右水平，按照单吨净资产287元，谨慎假设下（吨净利20-30元），ROE为7%-10%，中性假设下（吨净利30-40元），ROE为10%-14%。

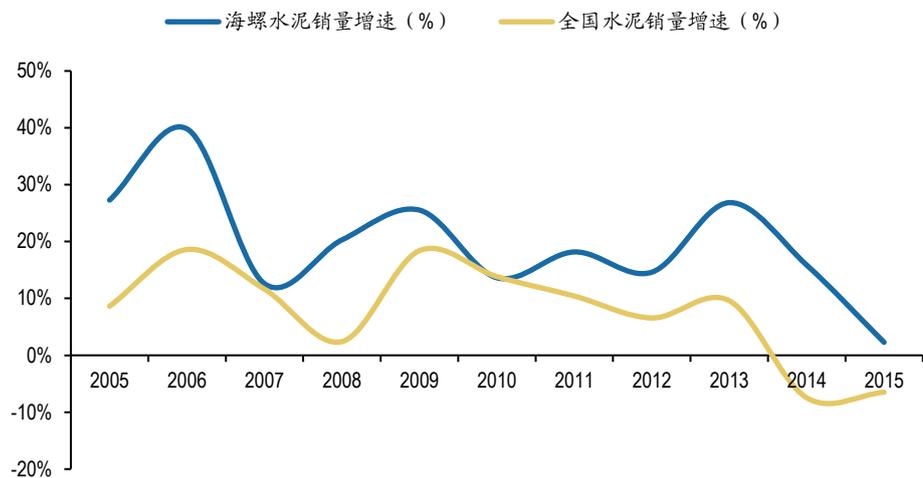
按照前文的国际经验来看，谨慎假设下海螺水泥合理PB中枢能维持在1.1-1.5倍，中性预期下合理PB中枢有望达到1.5-1.8倍。

内并外扩，逆势扩张彰显龙头本色

除了盈利能力突出之外，公司通过海外扩张和国内收购兼并，产销量仍持续保

持扩张态势。公司作为国内水泥行业龙头公司，财务状况很好，尤其是现金流充足，在国内水泥行业整合方面具备极强综合实力，另外公司还在加速推进国际化布局，公司的绝对规模和市场份额未来仍将不断提升。从公司历史销量增速来看，明显超越全国水泥。自2004年至2015年，海螺水泥的销量的复合年均增长率高达19.35%，而同期全国水泥产量复合年均增长率为7.50%。

图23: 海螺水泥销量增速与全国水泥产量增速



数据来源: 公司公告, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

国内水泥行业基本面持续恶化, 新增产能受限, 但公司作为行业龙头, 相较需求下滑带来的挑战, 嗅到的更多是进一步整合全国市场, 巩固提升市场地位的机遇。公司在国内积极实施并购战略, 通过兼并收购顺势加速水泥市场区域整合, 自2010年起, 并购的熟料产能占当年新增产能比例持续提升, 统计自2010年至2015年所有被收购公司的产能可以看到, 居前三位的分别为湖南、陕西、贵州, 此前公司最具优势的市场为华东地区和华南地区, 如今无论是新建还是收购形式, 可以看到目前公司正在加强对中西部市场的整合与布局。

图24: 公司并购公司数和平均产能



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

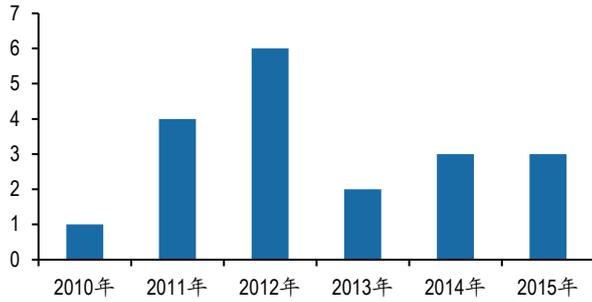
图26: 公司每年并购公司地区数

图25: 并购熟料产能和占当年新增产能比例

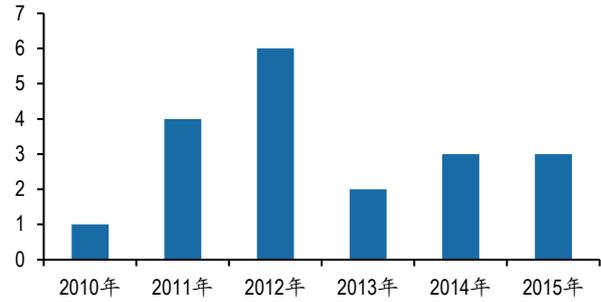


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图27: 公司近年来并购地区总产能 (吨/天)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表5：海螺水泥近年国内并购一览

时间	项目名称	地区	持股比例	熟料产线	熟料总产能(吨/天)
2010年	龙陵汇合水泥有限公司	云南	100%	1	2,500
2011年	云南壮乡水泥股份有限公司	云南	100%	1	2,000
2011年	广西四合工贸有限责任公司	广西	80%	1	4,000
2011年	陕西众喜水泥(集团)有限公	陕西	100%	4	5,500
2011年	宝鸡众喜凤凰山水泥有限公	陕西	100%	1	4,500
2011年	宝鸡市众喜金陵河水泥有限	陕西	100%	1	4,500
2011年	乾县海螺水泥有限责任公司	陕西	100%	1	4,500
2011年	贵州六矿瑞安水泥有限公司	贵州	51%	2	7,000
2011年	黔西南州发展资源开发有限	贵州	51%	1	2,000
2012年	四川南威水泥有限公司	四川	100%	1	2,500
2012年	涡阳龙山水泥厂	安徽	70%	-	-
2012年	哈密弘毅建材有限责任公司	新疆	80%	1	3,000
2012年	广西凌云通鸿水泥有限公司	广西	80%	1	3,000
2012年	江苏北固水泥有限责任公司	江苏	80%	-	-
2012年	茂名市大地水泥有限公司	广东	67%	-	-
2013年	甘肃太子山建材	甘肃	100%	1	2,500
2013年	云南盈江水泥公司	云南	90%	1	6,000
2014年	邵阳市云峰新能源科技有限	湖南	65%	1	4,500
2014年	湖南省云峰水泥有限公司	湖南	65%	2	7,000
2014年	水城海螺盘江水泥有限责任	贵州	40%	2	5,700
2014年	昆明宏熙水泥有限公司	云南	80%	1	2,500
2014年	国产实业(湖南)水泥有限公	湖南	80%	2	9,000
2015年	江西圣塔集团的水泥业务资	江西	-	3	13,500
2015年	巢东股份水泥业务	安徽	-	3	13,500
2015年	茂名市大地水泥有限公司	广东	100%	-	-

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

国内加快整合同时，公司在海外市场也在加紧布局，公司自2011年起实施国际化战略，先后对印尼、缅甸、老挝、柬埔寨、马来西亚、越南、土耳其、俄罗斯等国家进行考察，目前重点布局东南亚国家。印度尼西亚是公司重点布局的海外国家之一，公司在印尼落下了海外发展第一颗棋子（印尼南加海螺一期工程于14年11月顺利点火投产，熟料产能为3200t/d），截至目前南加海螺水泥二期也已投产，一期孔雀港粉磨站、西巴布亚项目预计2016下半年可投入试运行。缅甸是公司另一重点布局国家，2014年皎施水泥BOT项目签署，完成老线技改，5000t/d熟料产线2016年投产。除此之外，老挝、柬埔寨的项目正在推进，2016年上半年与俄罗斯签署了框架协议。未来随着公司国际化步伐的加快，公司将逐步加大对东南亚新兴市场的投资力度，为公司打开更为广阔的市场空间。

表6：海螺水泥近年国际化扩展一览

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年上半年
印度尼西亚	前期工作	南加海螺项目动工	一期完工 孔雀港粉磨站签约	一期熟料投产 3200t/d， 孔雀港粉磨站、马诺斯、 西巴布亚项目继续推进	二期启动，孔雀港粉磨站、西巴布亚全面启动	二期投产，孔雀港粉磨站、西巴布亚项目建设正推进，预计下半年可投入试运行
缅甸			实地调研考察	皎施水泥 BOT 项目签署，完成老线技改， 5000t/d 熟料产线开工	缅甸皎施项目启动	缅甸海螺项目投产
马来西亚		实地调研考察				
老挝				实地调研考察	万象、琅勃拉邦项目前期推进	琅勃拉邦项目前期推进
柬埔寨				实地调研考察	马德望项目前期推进	马德望项目前期推进
越南		实地调研考察	实地调研考察			
土耳其						实地调研考察
俄罗斯						签署框架协议

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

投资建议：给予“谨慎增持”评级

整体来看，公司本身在行业内的竞争力仍然非常突出，盈利水平遥遥领先，以ROE为“锚”，海螺水泥合理估值中枢应该在1.1-1.8倍之间，目前接近中枢下限；

另外虽然直接新建产能较少，但通过海外扩张和国内收购兼并，公司产销量仍将保持扩张态势；考虑到今年水泥价格超预期持续上涨，我们预计公司2016-2018年EPS分别为1.85、1.88、2.02元人民币，对应12月29日H股收盘价20.8港币（对应人民币18.63元），2016-2018年PE分别为10.1X、9.9X、9.2X，对应最新PB为1.2X，给予“谨慎增持”评级。。

风险提示：

港股与A股市场环境不同，市场风险差异、地产销售出现下滑、水泥产能整合未达预期

资产负债表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	25097	26206	29090	39978	52800
货币资金	14152	14471	18380	28164	39244
应收及预付	5294	6123	6715	7307	8359
存货	4376	4238	3996	4508	5198
其他流动资产	1276	1374	0	0	0
非流动资产	77156	79575	76989	77341	77056
长期股权投资	2644	2975	2975	2975	2975
固定资产	58667	62756	61489	61594	61012
在建工程	3975	1572	1272	1172	1172
无形资产	7096	7624	7963	8311	8607
其他长期资产	4773	4648	3290	3290	3290
资产总计	102253	105781	106079	117319	129857
流动负债	14397	20402	11496	12599	14290
短期借款	272	860	0	0	0
应付及预收	11716	11604	11496	12599	14290
其他流动负债	2409	7938	0	0	0
非流动负债	18239	11468	10740	10740	10740
长期借款	2105	2246	2246	2246	2246
应付债券	15483	8493	8493	8493	8493
其他非流动负债	652	728	0	0	0
负债合计	32636	31870	22235	23339	25029
股本	5299	5299	5299	5299	5299
资本公积	10687	10684	10684	10684	10684
留存收益	49711	53783	63566	73551	84235
归属母公司股东权益	65697	69767	79550	89535	100219
少数股东权益	3395	3420	3569	3721	3883
负债和股东权益	102253	105781	106079	117319	129857

利润表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	60759	50976	55866	61524	67409
营业成本	40264	36888	37152	41610	46865
营业税金及附加	340	425	335	369	404
销售费用	2937	3105	3296	3384	3370
管理费用	2680	3178	3073	3384	3370
财务费用	714	570	-286	-531	-844
资产减值损失	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	21	-25	0	0	0
投资净收益	-21	1881	-67	0	0
营业利润	13823	8667	12229	13308	14242
营业外收入	1074	1444	900	50	50
营业外支出	15	72	60	20	20
利润总额	14883	10039	13069	13338	14272
所得税	3295	2411	3136	3201	3425
净利润	11588	7628	9932	10137	10847
少数股东损益	595	112	149	152	163
归属母公司净利润	10993	7516	9783	9985	10684
EBITDA	18365	11840	16610	17717	18716
EPS (元)	2.07	1.42	1.85	1.88	2.02

现金流量表

单位: 百万元人民币

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	17654	9908	14584	15213	16250
净利润	11588	7628	9932	10137	10847
折旧摊销	3828	4459	4600	4940	5317
营运资金变动	1594	-671	723	0	-52
其它	645	-1508	-671	137	137
投资活动现金流	-4851	-12719	-1694	-5262	-5002
资本支出	-6955	-5028	-1627	-5262	-5002
投资变动	1785	-8189	-67	0	0
其他	319	498	0	0	0
筹资活动现金流	-6810	-5416	-8982	-167	-167
银行借款	1041	2900	-860	0	0
债券融资	-4055	-3670	-7761	0	0
股权融资	90	369	0	0	0
其他	-3887	-5014	-361	-167	-167
现金净增加额	5993	-8227	3908	9784	11080
期初现金余额	11256	14152	14471	18380	28164
期末现金余额	17249	5925	18380	28164	39244

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	9.9	-16.1	9.6	10.1	9.6
营业利润增长	17.7	-37.3	41.1	8.8	7.0
归属母公司净利润增长	17.2	-31.6	30.2	2.1	7.0
获利能力(%)					
毛利率	33.7	27.6	33.5	32.4	30.5
净利率	19.1	15.0	17.8	16.5	16.1
ROE	16.7	10.8	12.3	11.2	10.7
ROIC	16.3	7.7	13.1	13.8	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	31.9	30.1	21.0	19.9	19.3
净负债比率	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.3
流动比率	1.74	1.28	2.53	3.17	3.70
速动比率	1.40	1.06	2.13	2.73	3.25
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.49	0.53	0.55	0.55
应收账款周转率	175.58	134.98	162.73	104.29	115.68
存货周转率	9.98	8.56	9.33	9.26	9.04
每股指标(元)					
每股收益	2.07	1.42	1.85	1.88	2.02
每股经营现金流	3.33	1.87	2.75	2.87	3.07
每股净资产	12.40	13.17	15.01	16.90	18.91
估值比率					
P/E	11.1	12.3	10.1	9.9	9.2
P/B	1.9	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.0	8.2	5.5	4.6	3.8

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。