



中性

## 水泥行业点评

限价与环保松绑概率低，警惕未来行业风险

发改委联合调研砂石水泥引发市场担忧，短期限价与松绑概率较低。

- **发改委调研引发市场对限价与环保限产力度放松的担忧：**近期，发改委价格司针对砂石骨料价格因为环保治理因素出现暴涨，对水泥、混凝土、砂石三行业展开联合调研。市场担心或对水泥行业进行限价。此外，市场担心环保督察力度放宽后，限产力度放松，造成水泥乃至建材价格大幅回落。
- **水泥行业利润依赖于价格，错峰停窑是价格上涨根本原因：**目前水泥产品标准化程度高，成本稳定，利润弹性极大，完全依赖于售价。2017年以来水泥价格上涨的根本原因就是实行错峰停窑以及新增产能限制，导致供给不足，如果放松对水泥行业限产的监管，供给不足的局面不复存在，将直接导致行业毛利率下跌。
- **短期对水泥进行限价的可能性不大：**本次发改委调研主要针对砂石近期价格大幅度上涨，水泥价格2018年以来波动较小，总体在预期范围以内，砂石价格变动未能形成水泥限价的催化剂。而水泥价格高企是因为行业供给不足的市场化因素导致，并未存在行业龙头哄抬价格的现象，在行业限产的同时限价，将导致行业内供需矛盾的进一步激化，无法从根本上解决问题，对行业是较大的打击。
- **环保限产松绑概率低，但有可能初显微调：**从水泥行业角度来说，下游混凝土的成本主要来自于砂石，占比达到48.8%，而水泥的占比仅为19.9%。当前水泥单价超过400元，单吨涨价50元，反映到混凝土上的成本变化不到8块钱，通过环保松绑或者限价来减轻对混凝土企业的成本压力可能性不大。而近期环保限产的实施范围已经有所扩大，体现环保治理的决心，当前“开倒车”的可能性并不高。但我们认为“环保一刀切”的做法有可能出现微调，降低政策实行的冲击度。
- **外部熟料进口是当前水泥行业的一大风险点：**随着国内水泥价格持续高企，来自越南等地区的水泥持续进口国内，将对国内市场造成一定冲击。预计全年水泥熟料进口规模可以达到1000万吨，在外部冲击下，我们认为今年旺季水泥大幅度上涨的空间不大。
- **上游企业利润高企，警惕政策风险进行利润分配：**当前水泥等上游行业由于环保限产的执行，普遍初显供给不足，原材料价格上涨的现象，行业整合、企业协同、龙头受益初显。在下游需求不足的环境下，价格难以传导，中游企业利润空间被进一步压缩。而社保新规的执行将进一步加重中游制造业人工成本。除了环保限产等短期见效快的政策，存在出台新政策进行产业链利润重新分配的风险。
- **施工旺季到来，业绩有望再创新高：**施工旺季到来，当前行业总体库容率为56.3%，处于较低水平，其中华东和华南分别为47.9%和56.7%。随着行业将逐步进入业绩释放期，在低库存的条件下，东南地区水泥企业业绩将再创新高。建议关注：**海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团。**
- **风险提示：**政策风险、外部熟料冲击、供需超预期波动。

### 相关研究报告

《水泥价格周报：价格小幅回落，东、南部库存有所下降》20150420

《水泥价格周报：华南维持上涨态势》20141110

《水泥价格周报：东、南部价格继续上行》20141027

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：水泥制造

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

\*余斯杰为本报告重要贡献者

附录图表：报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	
600585.SH	海螺水泥	买入	37.13	2,025.22	2.99	5.73	12.4	6.5	18.10
600801.SH	华新水泥	买入	19.65	257.05	1.39	3.04	14.2	6.5	9.05
000789.SZ	万年青	买入	12.50	76.67	0.75	1.93	16.6	6.5	5.55
002233.SZ	塔牌集团	买入	12.52	149.27	0.60	1.60	20.7	7.8	7.28

资料来源：万得数据及中银证券

注：股价截止日 2018 年 9 月 12 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371