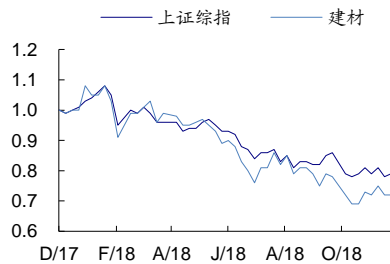


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《国信证券-建材行业 2018 年中期投资策略: 耐寒唯有东篱菊, 金粟初开晓更清》——2018-07-11  
 《建材行业 6 月策略暨板块负债专题研究: 宝剑锋从磨砺出, 梅花香自苦寒来》——2018-06-06  
 《非金属建材行业 17 年年报及 18 年一季报总结: 行业在后供给侧改革的演变——大畜卦》——2018-05-08  
 《非金属建材板块股息研究专题: 关注具有稳定现金分红潜力的上市公司》——2018-02-26  
 《非金属建材行业 2018 年投资策略: 新均衡、新思路-171206》——2017-12-06

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685  
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

行业专题

序——以史为鉴、他山之石

●起——水泥是用量最多、应用最广的人造建筑材料

作为一种原材料资源相对丰富、生产规模庞大、生产技术成熟、生产成本低廉、使用性能良好、应用范围广泛的大宗建筑材料,水泥在其近 200 年的从诞生到不断技术革命和创新发展历程中,已成为建筑工程和各种构筑物不可或缺的一种基础原材料。在可预见的一定时期内,因难以出现同等体量的替代品,水泥在建筑材料领域仍将占据最主要的地位。因此从投资角度考虑,水泥龙头企业仍将长久存在,并有持续盈利的可能性。

●承——产能过剩是经济发展必然,在全球水泥行业普遍存在

纵观全球水泥发展史,水泥需求的增长与城镇化率、人均 GDP、房屋结构、居住偏好等有密切关系,而因经济发展阶段不同,各国水泥行业所处的周期阶段亦不同,但产能过剩是行业发展的必然归宿。现阶段,水泥产能过剩在全球各区域普遍存在,从发达国家解决产能过剩的历史经验来看,大型水泥集团在不断兼并重组后,按比例停产以提高市场定价是最有效、也是最普遍的做法。但各国因地理、文化、经济等因素的不同,应对产能过剩的方法又不尽相同,如行政化的去产能、提升环保标准等。而龙头企业在不同去产能背景下,凭借自身的规模、成本、管理等优势,实现强者恒强,从而构成去产能时期的投资机会。

●转——全球水泥行业的发展史是一部大企业集团的并购史

由于水泥产品同质化、区域化、不可贸易等特征,产业链延伸、跨区域发展成为水泥企业获得成长性的重要途径。并购作为一种快速介入其他市场的发展方式,已成为国际水泥企业开拓市场、获得更大市场发展空间的主要手段。在世界水泥行业过去几十年的发展过程中,国际水泥龙头企业凭借本土市场的垄断优势较早进入了跨区域和产业链拓展的发展阶段,目前其业务区域分布更广、产业链也更加齐全。中国水泥龙头企业在过去数十年的发展过程中,因本土需求较为旺盛,且行业集中度偏低,业务区域拓展领域更聚焦于国内,在产业链的延伸布局也相对较缓。这或将成为未来中国水泥龙头企业成长的突破点,从而带来新的投资亮点。

●合——中国水泥龙头企业市值仍有较大提升潜力

通过对国际水泥龙头企业和中国水泥龙头企业的盈利、估值、成长性等对比可以看出我国水泥龙头企业有以下亮点:①盈利增长的稳定性更优,收入增长潜力更大;②ROE 的抗周期性更强,主因在盈利水平、资债结构和营运能力方面均具有明显优势;③受益于较高的 ROE 水平,中国龙头企业的 PB 估值较高,但与之相对应的 PE 估值却偏低,且近几年,分红比率、股息率的比较优势逐渐显现。

●以史为鉴、他山之石,敬请关注我们后续专题报告

●风险提示:①宏观需求崩塌;②供给、环保严控放松;③发生其他非

市场化的不可测因素

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

本文回顾了全球不同区域、不同国家的水泥行业发展历史，国际水泥龙头成长历史，国际水泥龙头企业估值演变。通过大量的数据实证分析得出以下结论：

- 1、在可预见的一定时期内，因难以出现同等体量的替代品，水泥在建筑材料领域仍将占据最主要的地位。因此水泥龙头企业仍将长久存在，并有持续盈利的可能性；
- 2、现阶段，水泥产能过剩在全球各区域普遍存在，龙头企业通过兼并重组后的产能控制提高市场定价力、行政化的去产能、提升环保标准等均是行业在产能过剩后的发展方式；而龙头企业在不同的去产能背景下，凭借自身的规模、成本、管理等优势，实现强者恒强，从而构成去产能时期的投资机会；
- 3、在世界水泥行业过去几十年的发展中，国际水泥龙头企业较早进入了跨区域和产业链拓展的发展阶段，目前其业务区域分布更广、产业链也更加齐全。而中国水泥龙头企业业务区域更聚焦于国内，在产业链的延伸布局上也略显不足。这或将成为未来中国水泥龙头企业成长的突破点，从而带来新的投资亮点；
- 4、通过国内外龙头企业盈利、成长、估值等指标的比较发现，国内龙头企业在盈利能力、盈利增长稳定性、资债结构的健康性、分红潜力等方面均表现更优异，未来国内龙头企业股票市值具有超越国际龙头企业市值的潜力

### 核心假设或逻辑

- 1、建筑材料领域短期不会出现颠覆性的材料革命，水泥在一定时间周期内不可被替代；
- 2、世界各区域水泥行业的发展历史对中国的水泥行业发展具有一定的借鉴意义；
- 3、中国水泥行业的发展和演变遵循市场经济规律；

### 与市场预期不同之处

市场担忧国内水泥行业产能过剩之后，行业内企业不具备或者具备较差的投资机会；而我们研究发现产能过剩不是中国水泥行业特有的现象，在全球各区域普遍存在，而产能过剩之后，行业在兼并重组、价格协同、行政化去产能、环保严控等背景之下，龙头企业强者恒强；

同时，市场担忧水泥行业消费量达到峰值之后，龙头企业未来无成长空间；而我们研究发现，产能过剩之后，龙头企业依旧有望强者恒强、并不断壮大，而中国企业在区域拓展和产业链延伸方面仍有较大发展空间；

此外，市场担忧国内龙头企业市值已接近国际龙头企业，未来市值成长空间有限；而我们发现，国内龙头企业盈利能力、成长稳定性、资债结构的健康性、分红潜力等指标均较优，结合未来区域拓展和产业链延伸的潜力，市值仍有增长潜力。

### 股价变化的催化因素

- 第一、行业自律不断加强，错峰协同成为常态并得到较好的执行
- 第二、供给侧严控不放松，环保严控不放松

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 第一、宏观总需求短期出现异常下挫
- 第二、供给侧、环保等政策放松
- 第三、行政干预行业发展使得行业发展规律出现不可测的变化

## 内容目录

<b>起——水泥是用量最多、应用最广的人造建筑材料</b> .....	<b>6</b>
水泥是最重要的建筑材料之一，被誉为建筑业的“粮食”.....	6
水泥用途广泛、用量庞大，一定时期内仍具有无可替代的优势.....	7
<b>承——产能过剩是经济发展必然，在全球水泥行业普遍存在</b> .....	<b>9</b>
新兴市场快速崛起，形成以中国为代表的广大新兴市场主导的新格局.....	9
人均消费量存在峰值，长期看水泥需求趋于稳定，进入动态平衡期.....	11
产能过剩在全球水泥行业普遍存在，各国应对方式不尽相同.....	14
<b>转——全球水泥行业的发展史是一部大企业集团的并购史</b> .....	<b>18</b>
并购是国际水泥龙头拓展产业链、实现全球扩张的主要手段.....	18
兼并重组如火如荼，新兴市场是主要开拓方向，龙头集中度进一步提升.....	20
<b>合——中国水泥龙头企业市值仍有较大提升潜力</b> .....	<b>23</b>
成长性分析：我国水泥龙头企业盈利增长的稳定性更优，收入增长潜力更大....	23
杜邦分析：我国龙头企业在盈利水平、资债结构和营运能力方面均具有明显优势.....	23
估值与分红分析：我国水泥龙头企业 PE 估值偏低，股息率的比较优势逐渐显现.....	24
<b>以史为鉴、他山之石</b> .....	<b>25</b>
水泥龙头企业仍将长久存在，并有持续盈利的可能性.....	25
产能过剩普遍存在，去产能时期，行业仍有投资机会.....	25
企业发展层面的不同或将隐含新的投资机遇.....	26
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>27</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>27</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>27</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 水泥发展简史.....	6
图 2: 水泥主要应用领域.....	7
图 3: 水泥在一定时期内仍具有无可替代的优势.....	8
图 4: 水泥已成为全球使用量最大的一种建筑材料.....	8
图 5: 中国水泥、沥青、钢材价格比较.....	8
图 6: 美国水泥、钢材价格比较.....	8
图 7: 2010 年部分国家水泥价格.....	9
图 8: 1926 年以来全球水泥产量及增速.....	9
图 9: 2017 年全球水泥产能分布.....	10
图 10: 2017 年全球前 10 大水泥生产国.....	10
图 11: 新兴市场水泥产量占比快速提升.....	10
图 12: 1952 年以来中国水泥产量及在全球的占比.....	11
图 13: 2013 年部分国家前 4 大水泥企业产能集中度.....	11
图 14: 2010 年以来中国前 10 大水泥企业集中度.....	11
图 15: 2015 年世界主要国家的人均 GDP 和人均水泥消费量.....	12
图 16: 2005 年美国水泥需求达到历史峰值.....	13
图 17: 1950 年以来美国人均水泥消费量和城镇化率.....	13
图 18: 1990 年日本水泥需求达到历史峰值.....	13
图 19: 1965 年以来日本人均水泥消费量和城镇化率.....	13
图 20: 1997 年韩国水泥需求达到历史峰值.....	13
图 21: 1966 年以来韩国人均水泥消费量和城镇化率.....	13
图 22: 1973 年英国水泥需求达到历史峰值.....	14
图 23: 1966 年以来英国人均水泥消费量和城镇化率.....	14
图 24: 1972 年德国水泥需求达到历史峰值.....	14
图 25: 1965 年以来德国人均水泥消费量和城镇化率.....	14
图 26: 2001 年以来全球水泥产能利用率.....	15
图 27: 成熟市场和新兴市场水泥产能利用率对比.....	15
图 28: 2015 年世界主要国家水泥产能利用率.....	15
图 29: 1973-1988 年美国湿法回转窑数量.....	16
图 30: 1980-1998 年美国单位水泥厂平均熟料产能.....	16
图 31: 1980-1998 年美国水泥行业产能利用率.....	16
图 32: 1974-1998 年美国前 10 大水泥企业产能占比.....	16
图 33: 1985 年以来日本水泥熟料产能及产能利用率.....	17
图 34: 1985 年以来日本水泥生产企业及工厂窑炉.....	17
图 35: 1965 年以来日本水泥生产量和消费量.....	17
图 36: 1970 年以来日本水泥出口量.....	17
图 37: 1880-1997 拉法基历年并购数量.....	18
图 38: 1889 年以来全球水泥行业并购情况.....	20
图 39: 2006 年以来全球水泥行业并购分区域情况.....	20
图 40: 2006 年以来全球水泥行业直接投资分区域情况.....	20
图 41: 国际水泥龙头在中国以外市场的集中度不断提高.....	21
图 42: 2017 年全球前 10 大水泥集团产能及全球占比.....	21
图 43: 2017 年 3 大国际水泥龙头分产品收入结构.....	22
图 44: 2017 年海螺水泥分产品收入结构.....	22
图 45: 拉法基豪瑞再其 80% 的区域市场中处于领导地位, 市场份额占比为前 3 大.....	22
图 46: 国际水泥龙头与海螺水泥的收入规模对比.....	23
图 47: 国际水泥龙头与海螺水泥收入增速 5 年移动平均.....	23
图 48: 国际水泥龙头与海螺水泥的净利润规模对比.....	23
图 49: 国际水泥龙头与海螺水泥净利润增速 5 年移动平均.....	23
图 50: 国际水泥龙头与海螺水泥的 ROE 对比.....	24
图 51: 国际水泥龙头与海螺水泥的净利率对比.....	24
图 52: 国际水泥龙头与海螺水泥的资产周转率对比.....	24
图 53: 国际水泥龙头与海螺水泥的杠杆比率对比.....	24
图 54: 国际水泥龙头与海螺水泥 PE 走势.....	25
图 55: 国际水泥龙头与海螺水泥 PB 走势.....	25
图 56: 国际水泥龙头与海螺水泥的分红率比较.....	25

图 57: 国际水泥龙头与海螺水泥的股息率比较 ..... 25

表 1: 水泥需求峰值及人均水泥消费量峰值对应的城市化率.....	12
表 2: 1984 年日本水泥企业成立 5 家共同事业公司的概要.....	17
表 3: 拉法基的全球化发展主要路径.....	19
表 4: 墨西哥 Cemex 主要并购路线图.....	19
表 5: 2017 年全球前 5 大水泥集团综合概况.....	21

## 起——水泥是用量最多、应用最广的人造建筑材料

### 水泥是最重要的建筑材料之一，被誉为建筑业的“粮食”

建筑材料的发展是人类社会发展史的一部分，其应用与发展反映了一个民族、一个时代的文化特征及科学水平，是人类物质文明的重要标志之一。水泥作为三大基础建筑材料之一，在人类文明中占据了重要地位，用水泥制成的砂浆或混凝土长期以来被广泛应用于土木建筑、交通、水利、电力、石油、化工、国防等工程建设，为建筑业的发展提供了物质基础，被誉为建筑业的“粮食”。

水泥是一种良好的粉状水硬性无机胶凝材料，与水混合后，经过物理化学过程能在空气和水中硬化，由塑性浆体变成坚硬的石状体，并能把砂、石等材料胶结成为整体。水泥起源于胶凝材料，现代水泥的诞生是在古代众多建筑胶凝材料的基础上，经过长期实践积累逐渐演变和发展的结果。Cement 一词由拉丁文 opus caementicium 发展而来，用于描述类似于现代的混凝土砌块。西方水泥的历史最早可追溯到古罗马人在建筑中使用的石灰与火山灰的混合物，其中由“石灰-火山灰-砂子”组成的三组分砂浆被称为“罗马砂浆”，并在此基础上继续发展，朝着现代水泥的方向不断演变。1824 年英国建筑工人约瑟夫·阿斯普丁（Joseph Aspdin）用石灰石和粘土烧制成水泥并获得第一份水泥专利，因其硬化后的颜色与英格兰岛波特兰地区建筑用石料相似，被命名为“波特兰水泥”，并成为现代水泥（硅酸盐水泥）发明的重要标志，具有划时代的意义。

20 世纪以来，随着现代工业发展，为了适应不同工程建设的需要，人们在不断改进波特兰水泥性能和生产工艺同时，陆续发明了铝酸盐水泥、硫酸盐水泥、氟铝酸盐水泥等系列品种，并逐渐发展出各种不同特性、不同用途的水泥产品，如抗硫酸盐水泥、低热水泥、快硬水泥等；目前全球水泥品种已发展到 100 余种，其中硅酸盐系列水泥仍是销量最大、使用范围最广的品种，占比达 90% 以上。

图 1：水泥发展简史



资料来源:世界水泥协会、中国水泥协会、维基百科、国信证券经济研究所整理(注:主要描述硅酸盐水泥的发展演变)

图 2：水泥主要应用领域



资料来源:PCA、国信证券经济研究所整理

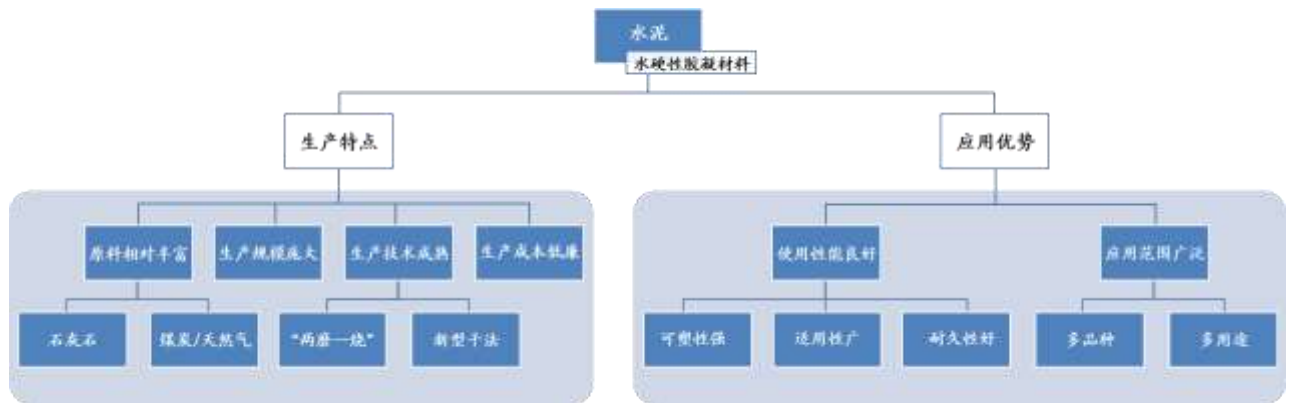
### 水泥用途广泛、用量庞大，一定时期内仍具有无可替代的优势

作为一种原材料资源相对丰富、生产规模庞大、生产技术成熟、生产成本低廉、使用性能良好、应用范围广泛的大宗建筑材料，水泥在其近 200 年的从诞生到不断技术革命和创新发展历程中，已成为建筑工程和各种构筑物不可或缺的一种基础原材料，在建筑工程领域占据了无可替代的优势：

- 1) **可塑性**：水泥与砂，石拌合后可浇筑成各种形状及尺寸的构件，以满足设计上的不同要求；
- 2) **适应性**：区别于气硬性胶凝材料，如石灰、石膏等只能在空气中凝结硬化并保持和发展其强度，水泥作为一种性能良好的水硬性胶凝材料，既能在空气中硬化又能在水中硬化，且硬化后可以获得较高强度，同时通过改变其组成可以适当调节性能满足不同工程需要，可广泛用于海上、地下、深水或者严寒、干热的地区，以及耐侵蚀、核电站，防辐射等特殊要求的工程；
- 3) **耐久性**：与普通钢铁相比，水泥制品不会生锈，也没有木材这类材料易于腐朽和塑料年久老化的缺点和问题，维修工作量小；
- 4) **价格低廉**：以水泥、钢材和沥青相比，水泥价格相对低廉，且相较于国外水泥市场价格，国内水泥价格仍然偏低。目前，我国水泥平均价格 40-60 美元/吨，以最新价格折合美元仅约 65 美元，而海外大部分国家和地区水泥平均价格普遍在 80 美元/吨以上。

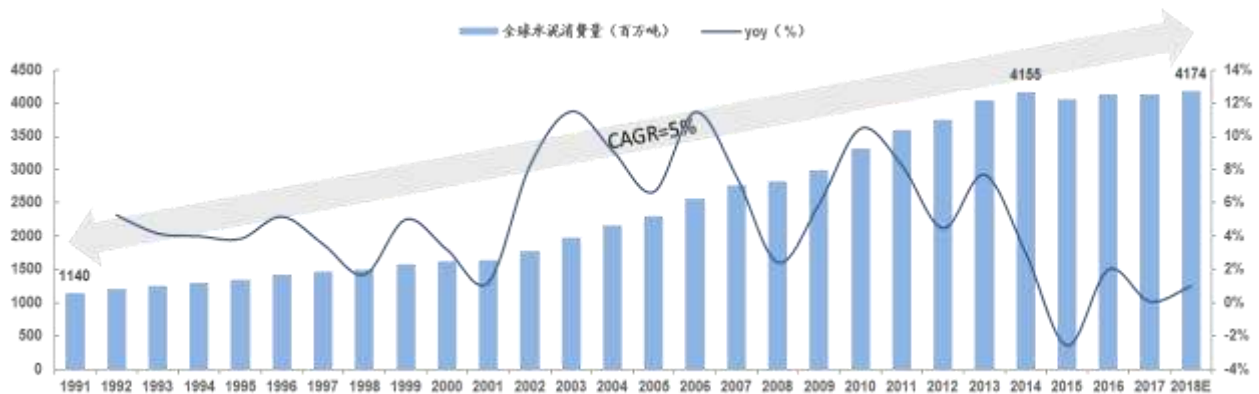
目前，全球水泥年消费量已从最初的少量发展到约 42 亿吨，成为了用途最广、用量最多的一种建筑工程材料，且在可预见的一定时期内仍难以出现同等体量的替代品，在建筑材料领域仍将占据最主要的地位。

图 3：水泥在一定时期内仍具有无可替代的优势



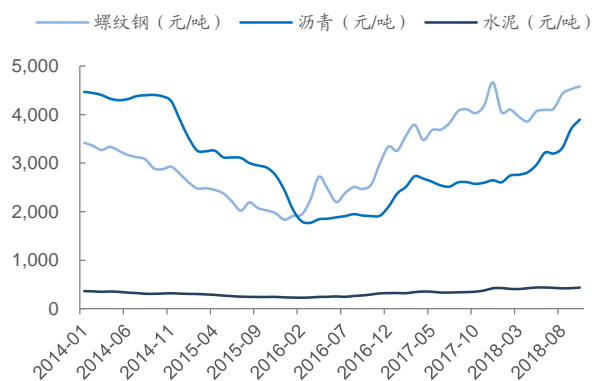
资料来源:国信证券经济研究所整理

图 4：水泥已成为全球用量最大的一种建筑材料



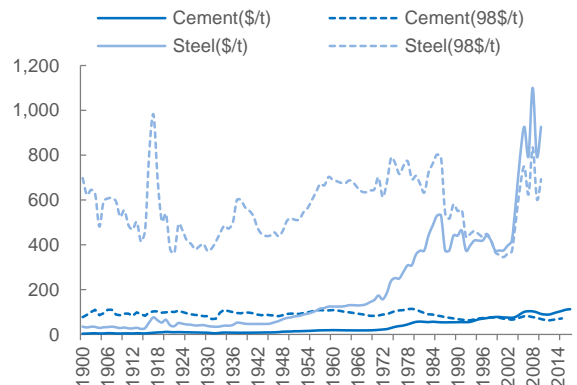
资料来源:Bloomberg、Lafarge、国信证券经济研究所整理

图 5：中国水泥、沥青、钢材价格比较



资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

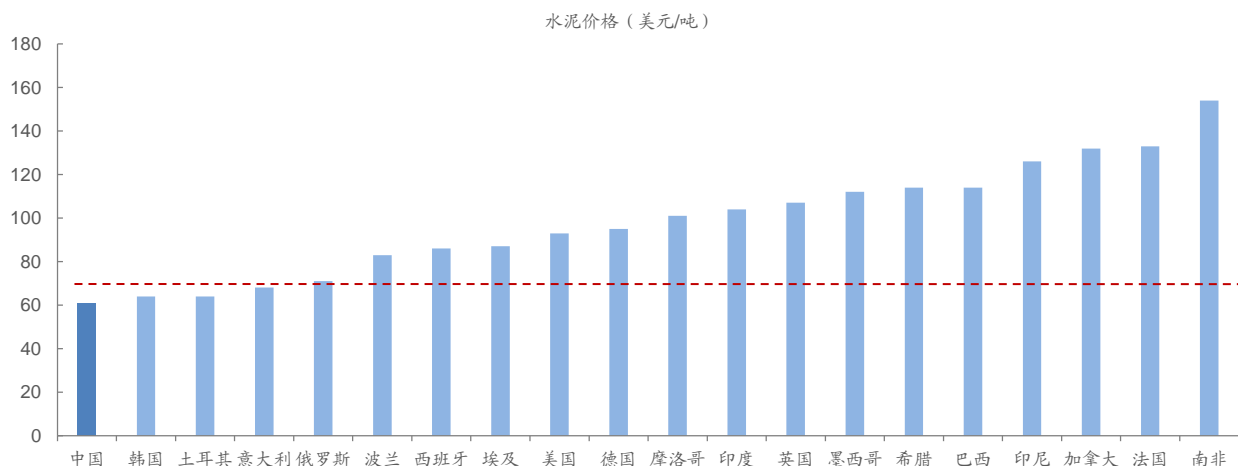
图 6：美国水泥、钢材价格比较



资料来源:USGS、国信证券经济研究所整理



图 7: 2010 年部分国家水泥价格



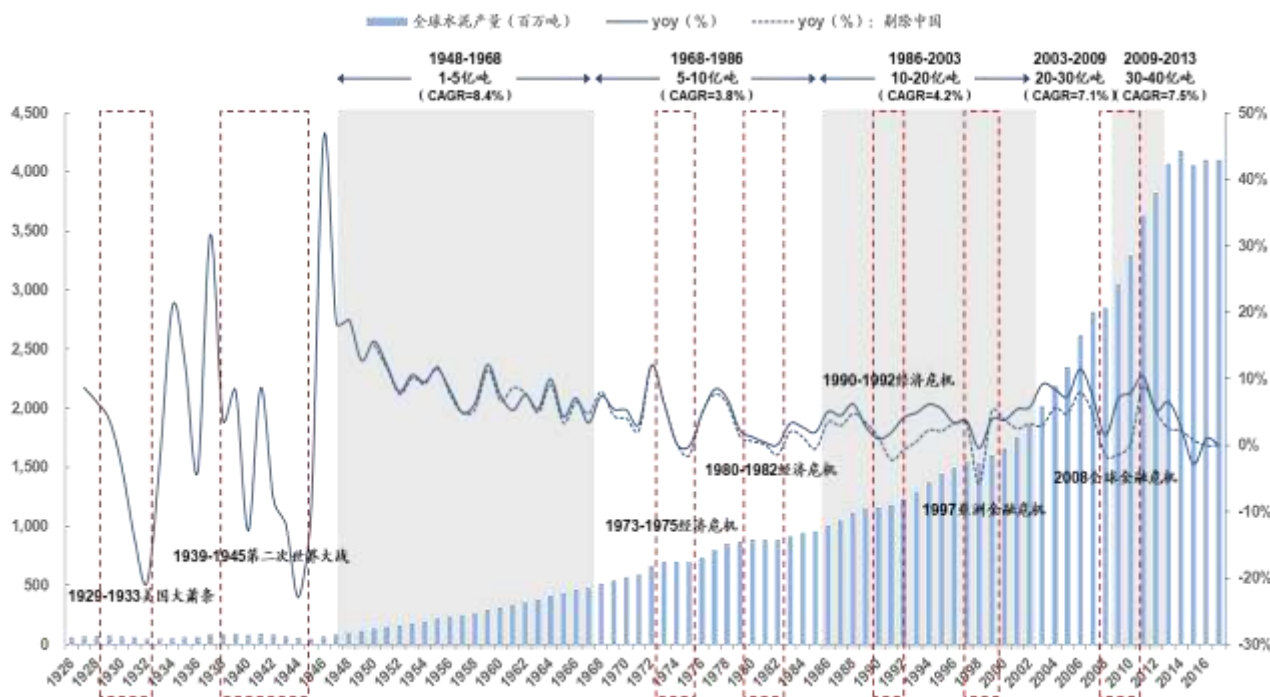
资料来源: 中国水泥网、国信证券经济研究所整理

## 承——产能过剩是经济发展必然，在全球水泥行业普遍存在

新兴市场快速崛起，形成以中国为代表的广大新兴市场主导的新格局

水泥作为典型的周期性、投资拉动型行业，经济发展周期在一定程度上决定了水泥行业的发展趋势。从全球范围来看，1926 年以来全球水泥产量实现了从不足 1 亿吨到 40 亿吨的跨越式发展，年复合增速达 4.7%，其中共实现正增长 77 次，仅 13 次负增长且多发生于全球经济危机时期。

图 8: 1926 年以来全球水泥产量及增速



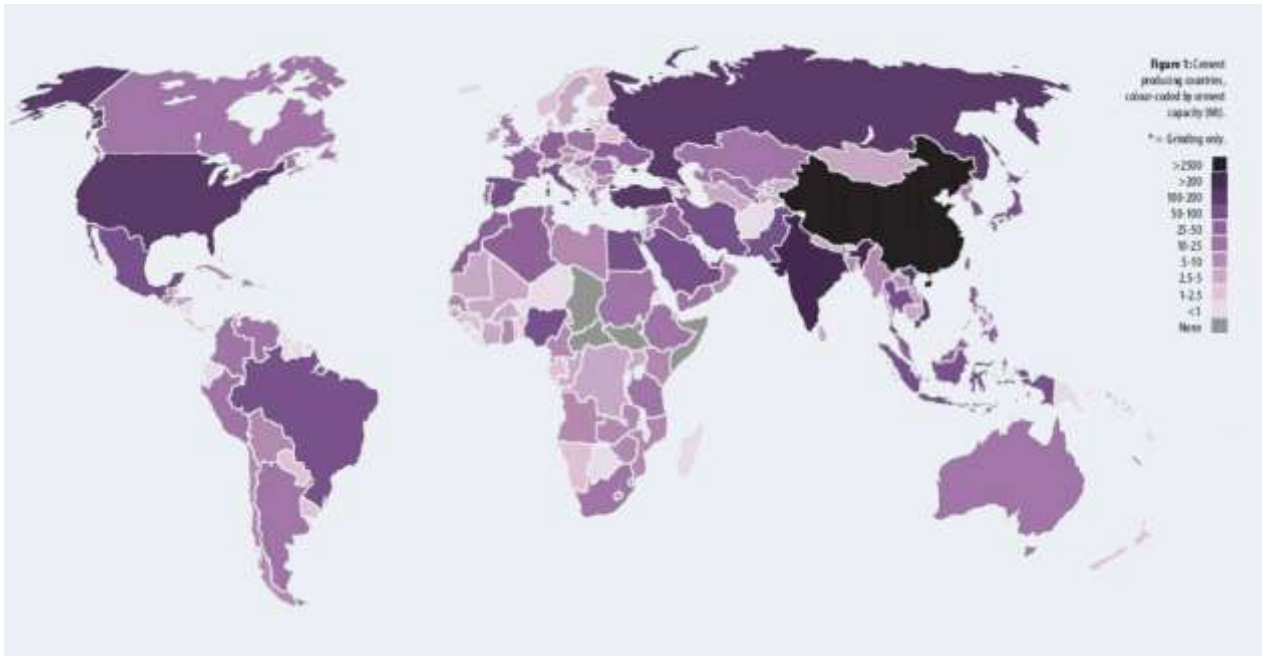
资料来源: USGS、国信证券经济研究所整理

2000年以来，随着以中国、印度、俄罗斯、巴西、土耳其等为代表的新兴大国经济先后崛起，新兴市场逐步成为世界经济的主力军，全球水泥供应平衡开始向东方倾斜。2017年，全球水泥总产能约63亿吨，80%以上集中于亚洲地区，其中中国水泥产能占全球水泥总产能的比例达60%。

目前，水泥主产国和消费国主要包括中国、印度、美国、越南、土耳其等，2017年全球前十大水泥生产国的水泥产量占全球总产量比重达78%；新兴市场的水泥产量约占全球总产量90%左右。

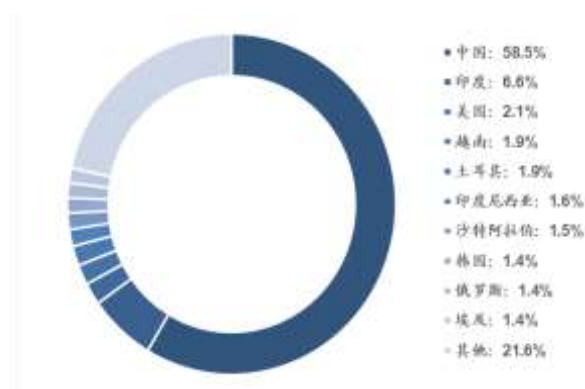
1985年以来，中国水泥产量一直稳居全球第一，目前水泥产量和消费量均占全球一半以上，是全球第一大水泥生产国和消费国；2017年，中国水泥产量占全球水泥产量约58%，水泥消费量占全球总消费量约56%，但与其他国家相比，行业集中度仍偏低。

图 9：2017 年全球水泥产能分布



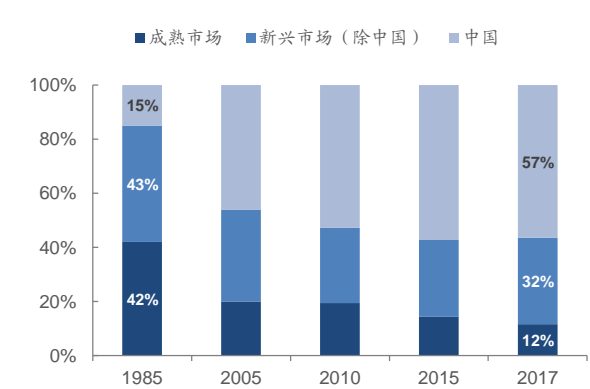
资料来源:Global Cement、国信证券经济研究所整理

图 10：2017 年全球前 10 大水泥生产国



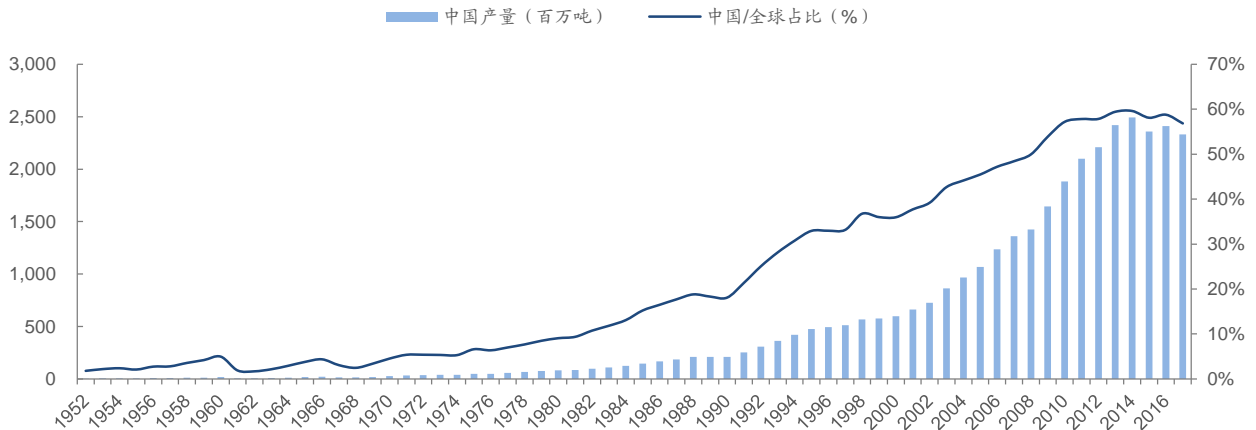
资料来源:USGS、国信证券经济研究所整理

图 11：新兴市场水泥产量占比快速提升



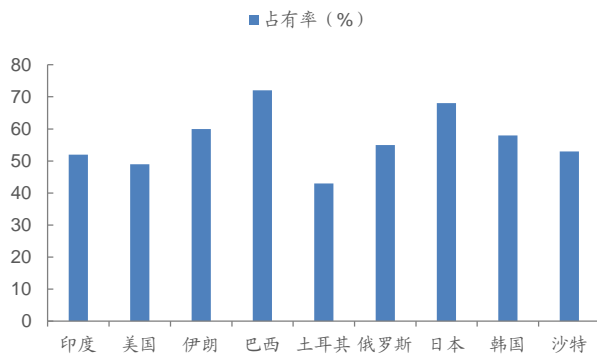
资料来源:Bloomberg、USGS、ICR、国信证券经济研究所整理

图 12: 1952 年以来中国水泥产量及在全球的占比



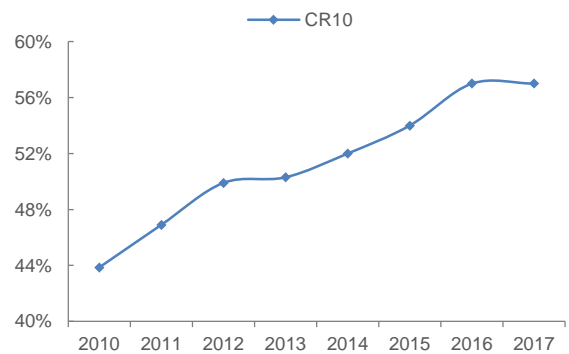
资料来源: 国家统计局、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 13: 2013 年部分国家前 4 大水泥企业产能集中度



资料来源: 《世界水泥发展概况》、国信证券经济研究所整理

图 14: 2010 年以来中国前 10 大水泥企业集中度



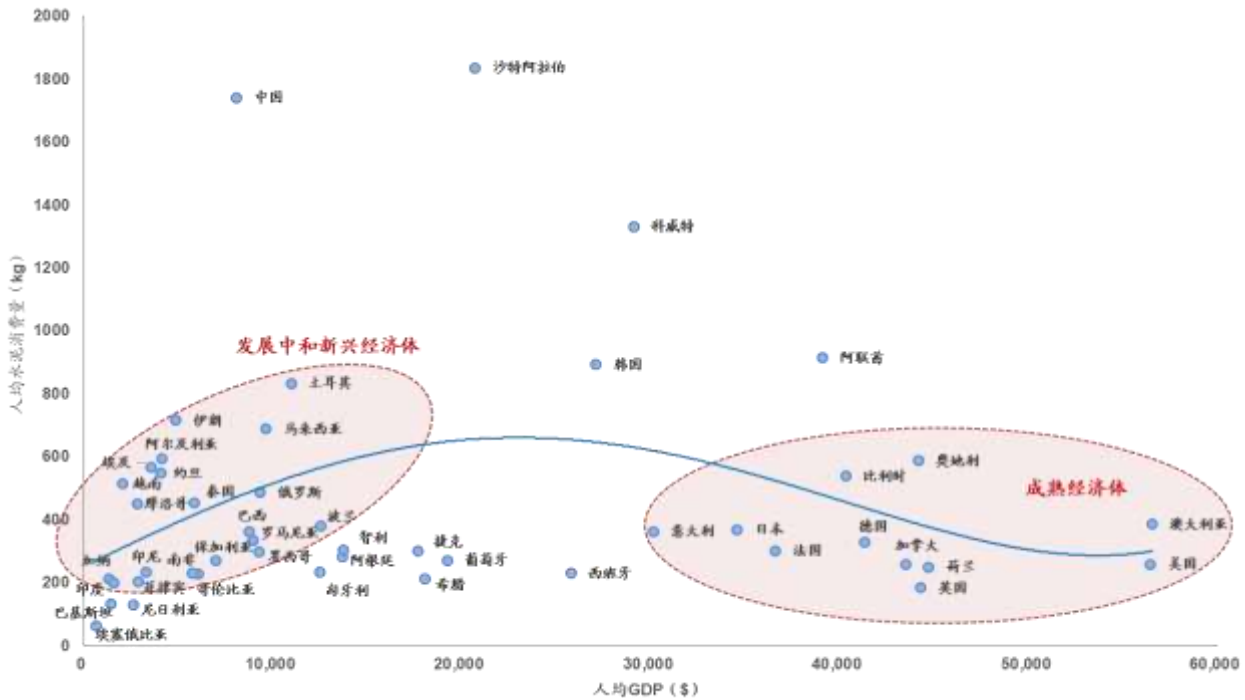
资料来源: 中国水泥协会、工信部、国信证券经济研究所整理

### 人均消费量存在峰值, 长期看水泥需求趋于稳定, 进入动态平衡期

水泥作为重要的建筑材料, 其使用量及使用特点很大程度反映了国民经济发展的阶段和一个国家的发展特征。一个国家的水泥需求与固定资产投资高度相关, 人口增长、工业化和城市化的进步往往会引发住房和基础设施需求的快速增长, 从而导致水泥消费量的增加。

发达国家的经验表明, 在经济高速发展过程中, 由于城市化、工业化水平迅速提高, 水泥消费会快速增长; 当城市化、工业化达到一定程度后, 水泥需求将趋于饱和, 随着产业重心转移和经济结构调整, 经济发展对水泥需求的驱动逐步减弱, 主要以维修和翻新市场的改善性需求为主, 水泥市场进入存量经济主导博弈的新阶段。

图 15: 2015 年世界主要国家的人均 GDP 和人均水泥消费量



资料来源: 中国水泥网、World Bank、国信证券经济研究所整理

通过比较部分主要国家水泥需求的发展轨迹可以发现：城市化建设是水泥需求的重要支撑，城市化率达到一定水平后，人均水泥消费量不再随城市化率的提高而增加，而出现下滑或稳定趋势。同时，由于房屋结构、居住偏好、维修翻新周期不同，各国人均水泥消费量存在较大差异。

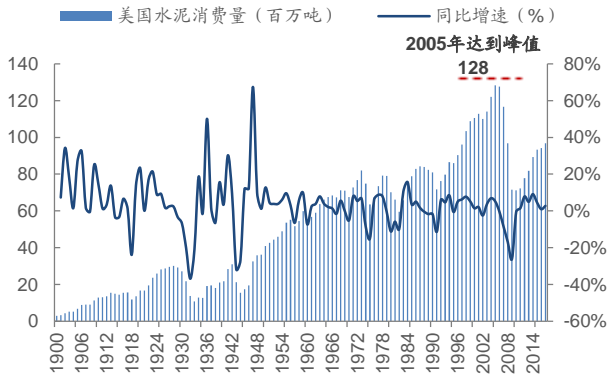
美国、英国和德国在 1972 年后水泥行业步入平稳发展期，人均水泥消费量大都保持在 300-500 kg 的范围内；日本在经历高速发展期后则开始慢慢回落，在水泥消费高峰时人均年消费量约 716kg，目前仅 330kg；韩国人均消费峰值则超过 1000kg，显著大于西方国家水平，主因西方国家木质房屋较多，且偏好使用石膏板。尽管人均水泥消费量峰值和出现的时间不同，但峰值出现时的城市化率具有相似性，即城市化率达到 70%以后：当城市化率在 70%-80%之间时，人均水泥消费量呈现缓慢增长或波动式下调；当城市化率超过 80%后，人均水泥消费量则出现较明显的下滑。

表 1: 水泥需求峰值及人均水泥消费量峰值对应的城市化率

	水泥需求峰值年份	水泥需求峰值 (百万吨)	峰值对应城市化率 (%)	人均消费量峰值年份	人均消费量峰值 (kg)	人均消费量峰值对应城市化率 (%)
美国	2005	128	79.90%	2006	429	80.10%
日本	1990	86	77.34%	1979	716	76.12%
韩国	1997	62	78.90%	1997	1343	78.90%
英国	1973	20	77.36%	1973	356	77.36%
德国	1972	42	72.39%	1972	534	72.39%

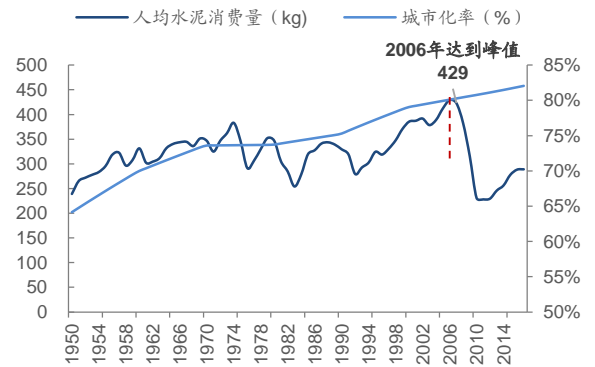
资料来源: USGS、MPA、KCA、日本水泥协会、WIND、Bloomberg、World Bank、中国水泥网、国信证券经济研究所整理

图 16: 2005 年美国水泥需求达到历史峰值



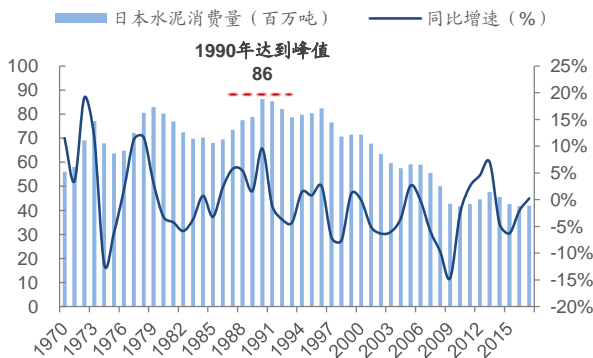
资料来源: USGS、国信证券经济研究所整理

图 17: 1950 年以来美国人均水泥消费量和城镇化率



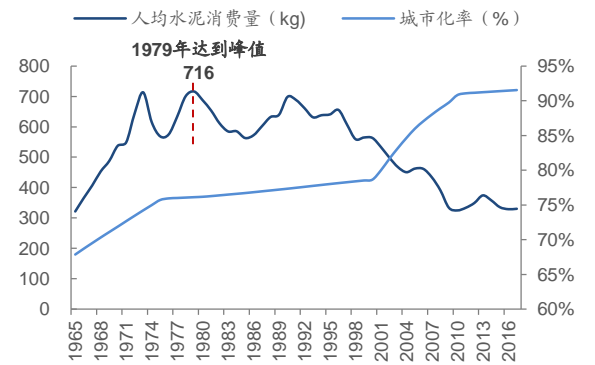
资料来源: USGS、WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 1990 年日本水泥需求达到历史峰值



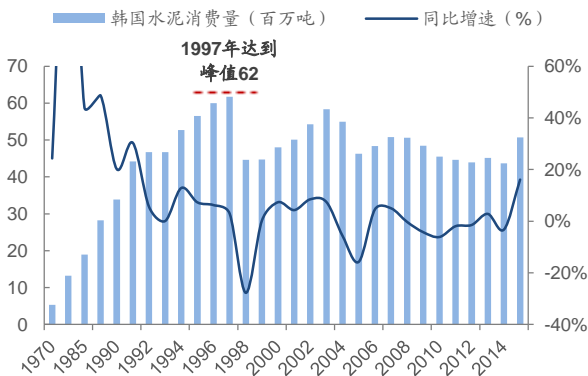
资料来源: 日本水泥协会、国信证券经济研究所整理

图 19: 1965 年以来日本人均水泥消费量和城镇化率



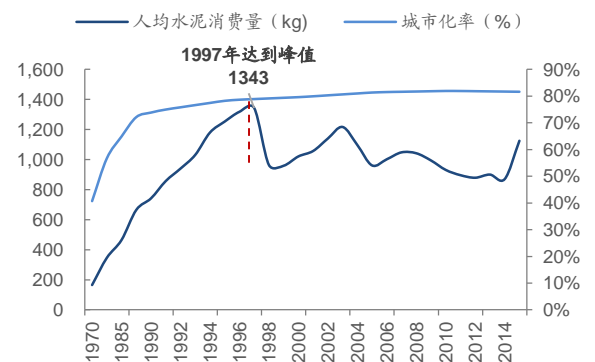
资料来源: 日本水泥协会、World Bank、国信证券经济研究所整理

图 20: 1997 年韩国水泥需求达到历史峰值



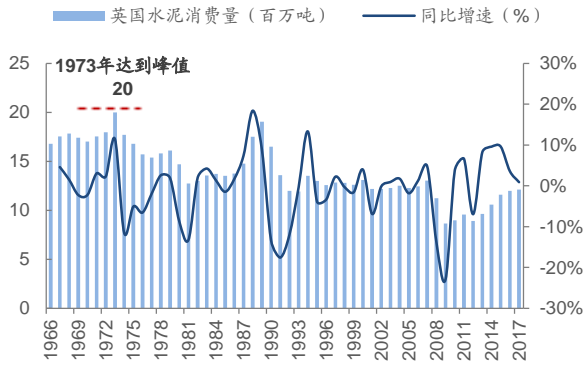
资料来源: KCA、国信证券经济研究所整理 (1980yoy=147.1%)

图 21: 1966 年以来韩国人均水泥消费量和城镇化率



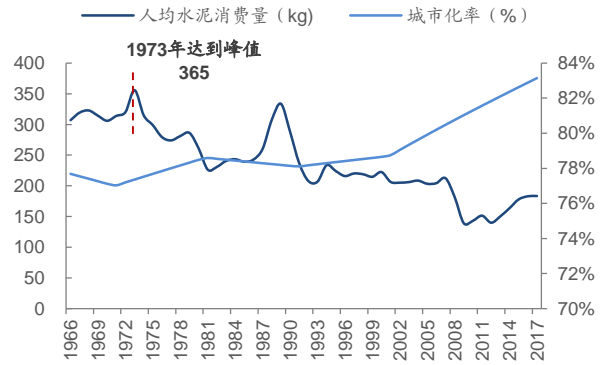
资料来源: KCA、World Bank、国信证券经济研究所整理

图 22: 1973 年英国水泥需求达到历史峰值



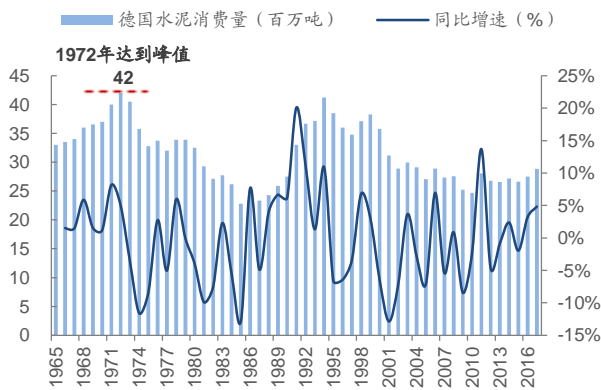
资料来源: 中国水泥网、MPA、国信证券经济研究所整理

图 23: 1966 年以来英国人均水泥消费量和城镇化率



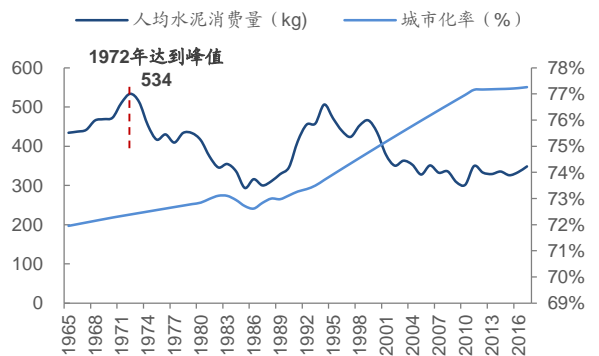
资料来源: 中国水泥网、MPA、World Bank、国信证券经济研究所整理

图 24: 1972 年德国水泥需求达到历史峰值



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 25: 1965 年以来德国人均水泥消费量和城镇化率



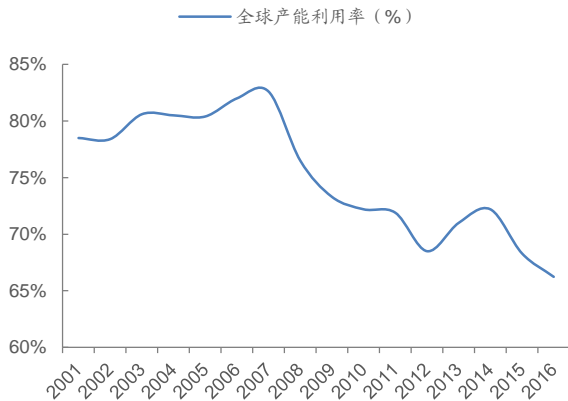
资料来源: Bloomberg、World Bank、国信证券经济研究所整理

### 产能过剩在全球水泥行业普遍存在，各国应对方式不尽相同

产能利用率是国际通用的判断产能过剩的直接指标，水泥产能过剩，其利用率走低是全球水泥行业所面临的一个较普遍的趋势，尤其进入需求放缓期后，产能过剩的问题将更加凸显。

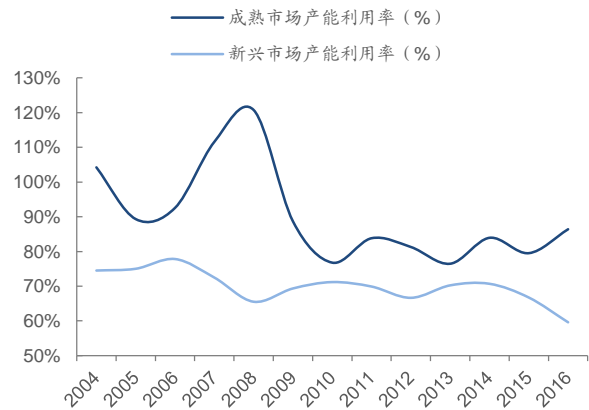
2001-2016 年，全球总平均水泥产能利用率大多数处于 70%-80% 之间，且大多数低于国际认为产能利用率的合理水平 79%-83%，尤其 2008 年以来，受金融危机影响，全球水泥消费量增长滞缓，水泥产能利用率持续低于 75%，产能过剩压力有增无减。

图 26: 2001 年以来全球水泥产能利用率



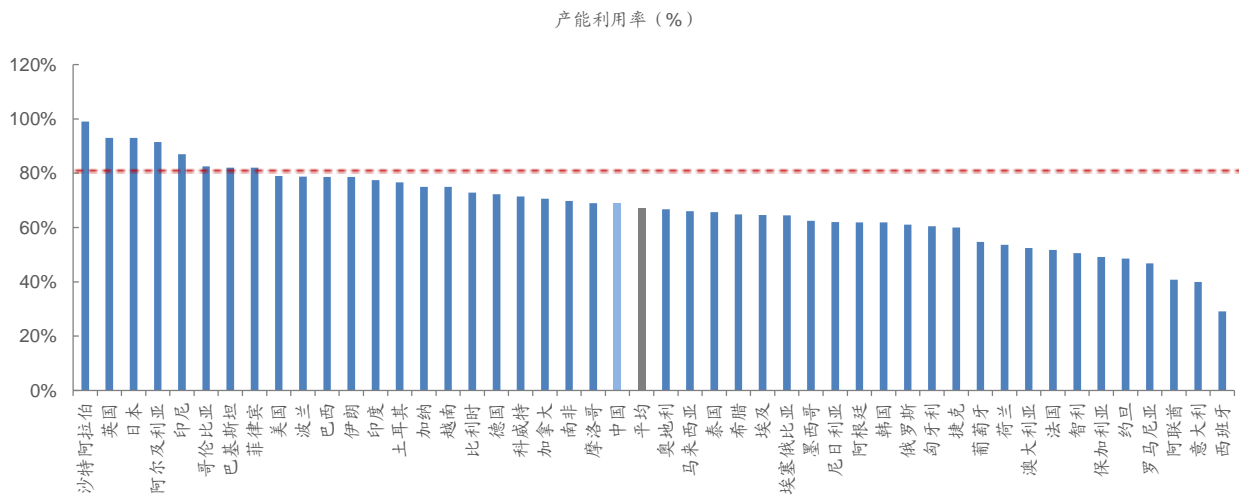
资料来源: 中国水泥网、world Cement、国信证券经济研究所整理

图 27: 成熟市场和新兴市场水泥产能利用率对比



资料来源: Bloomberg、中国水泥网、国信证券经济研究所整理

图 28: 2015 年世界主要国家水泥产能利用率



资料来源: 中国水泥网、国信证券经济研究所整理

产能过剩是市场经济的必然，其形成具有经济发展规律的共性。从发达国家解决产能过剩的历史经验来看，由对市场具有较大影响力的大型水泥集团相互间进行兼并重组后，按比例关闭工厂以提高行业集中度和市场定价力，是最有效、也是最普遍的做法。在此基础上，各国因地、文化、经济等因素的不同，应对水泥行业产能过剩的方法又不尽相同、各有侧重，且“去产能”在需求见顶放缓前已经开始：

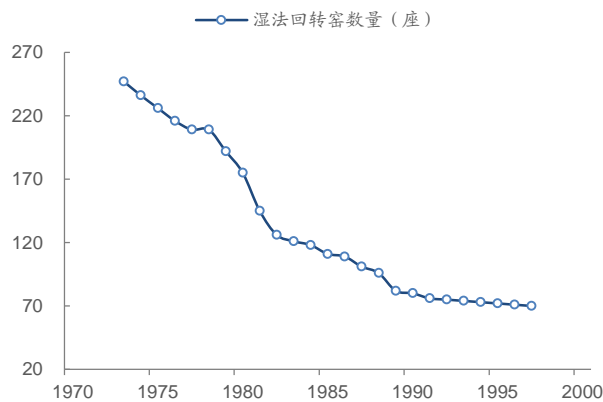
**(1) 美国：环保政策提高准入门槛，加快小企业和落后产能淘汰**

美国水泥行业的演变与环境保护政策相关性极高。1970 年，美国国会通过《清洁空气法案》( Clean Air Act )，给予美国环保署 ( EPA ) 规范空气污染物排放的权利；1977 年以及 1990 年通过的修正案进一步增加了新的污染物排放类别，并要求接受环保认证许可，环保署随后对氮氧化物等的排放做出加严格的限制，水泥行业门槛再次提高。

处于准入条件边缘的小企业或选择退出或选择与其他企业合并，美国水泥行业集中度因此逐渐提升，同时加速落后湿法窑炉淘汰，产能利用率显著提升。1997

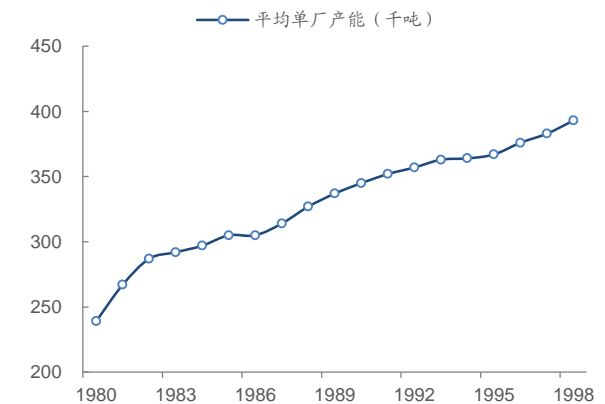
年，美国湿法窑炉和干法窑炉分别从 1973 年的 247 座和 198 座下降为 70 座和 130 座；产能利用率从 1980 年的 76% 提升至 1998 年的 96%。

图 29: 1973-1988 年美国湿法回转窑数量



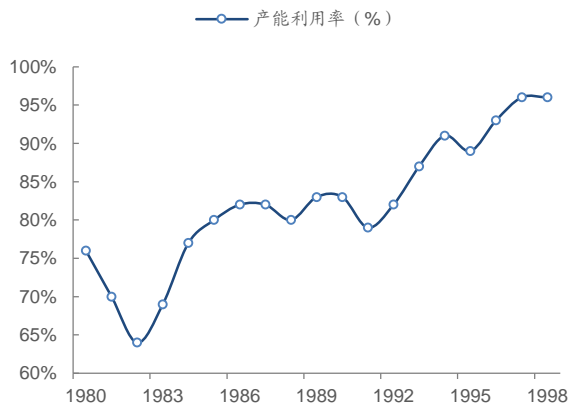
资料来源:《Environmental Regulation in a Concentrated Industry》、国信证券经济研究所整理

图 30: 1980-1998 年美国单位水泥厂平均熟料产能



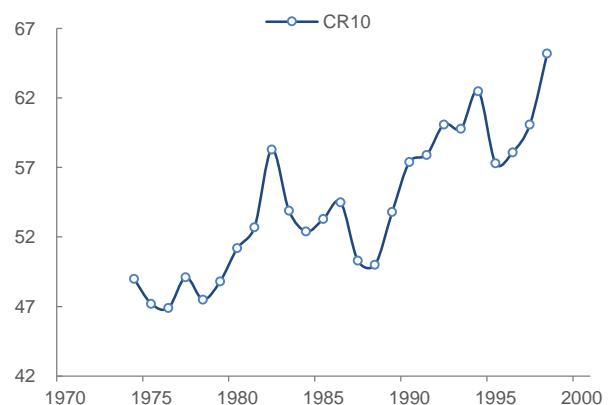
资料来源:《Environmental Regulation in a Concentrated Industry》、国信证券经济研究所整理

图 31: 1980-1998 年美国水泥行业产能利用率



资料来源:《Environmental Regulation in a Concentrated Industry》、国信证券经济研究所整理

图 32: 1974-1998 年美国前 10 大水泥企业产能占比



资料来源:《Environmental Regulation in a Concentrated Industry》、国信证券经济研究所整理

## (2) 日本: 加大出口缓解压力, 强制去产能+成立共同事业公司

上世纪 70 年代, 日本经济结束高速增长而进入低落阶段, 叠加石油危机等外部冲击, 供需矛盾恶化, 产能结构性过剩。1984 年 8 月日本通产省出台《水泥工业改革的基本方案》, 要求 1986 年 3 月底前大幅压减水泥熟料产能 3100 万吨 (占当时总产能的 24%), 并将日本 22 家水泥公司 (共有 23 家水泥公司) 重新组合成五个集团, 各占 20% 市场份额, 同时要求设立 5 家共同事业公司, 促进生产、销售和流通等环节的合理化; 1987 年又通过 7 个水泥公司的企业改革计划, 要求处理 1070.5 万吨产能。

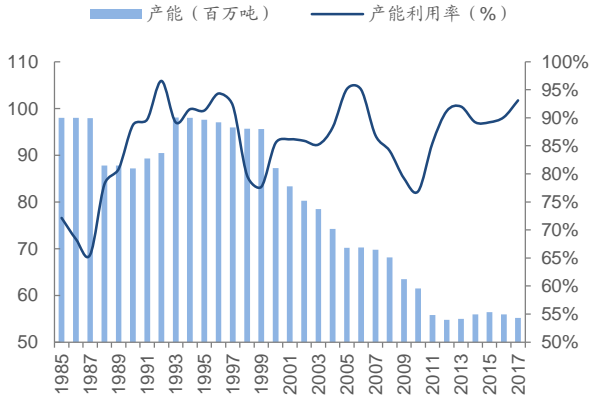
1980 年日本水泥熟料产能为 1.26 亿吨, 对应当时产能利用率仅为 68.7%, 经历 1985 年以来历次强制“去产能”后, 1995 年水泥产能减少为 0.97 亿吨, 产能利用率提升至 92.3%, 到 2017 年其水泥产能仅为 0.55 亿吨, 较峰值时降低一半以上, 而产能利用率则保持较高水平的 93.1%。

日本水泥需求则是在 1990 年达到峰值 8629 万吨, 随着经济泡沫的破裂, 日本陷入失落的二十年, 水泥消费量开始逐年下滑, 但受益于产能的大幅缩减, 产



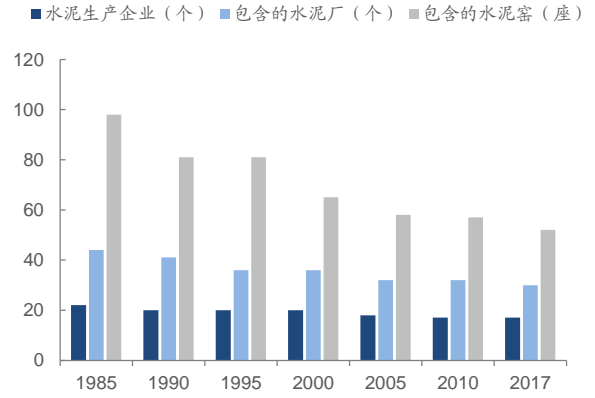
能利用率始终保持在 85%左右。同时，通过加大出口缓解国内消费压力，1970 年日本出口水泥及熟料仅 208.6 万吨，1990 年提高至 624.3 万吨，1994 年则达到 1499.5 万吨，较 1990 年实现翻倍增长。

图 33: 1985 年以来日本水泥熟料产能及产能利用率



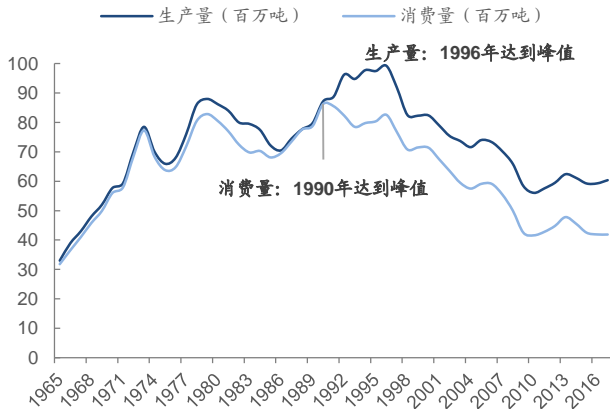
资料来源: 日本水泥协会、国信证券经济研究所整理

图 34: 1985 年以来日本水泥生产企业及工厂窑炉



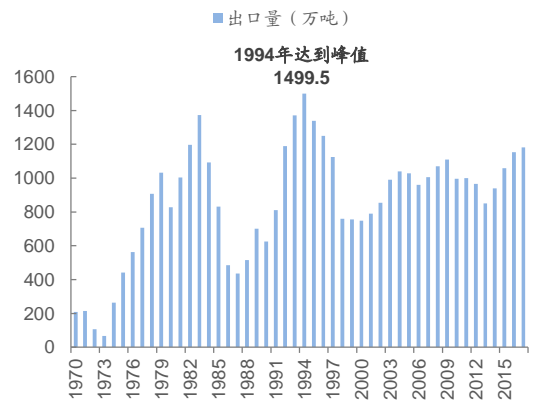
资料来源: 日本水泥协会、中国水泥网、国信证券经济研究所整理

图 35: 1965 年以来日本水泥生产量和消费量



资料来源: 日本水泥协会、国信证券经济研究所整理

图 36: 1970 年以来日本水泥出口量



资料来源: 日本水泥协会、国信证券经济研究所整理

表 2: 1984 年日本水泥企业成立 5 家共同事业公司的概要

公司名称	中央水泥公司	大日本水泥共同事业公司	不二水泥共同事业公司	安第斯水泥共同事业公司	联合水泥公司
资金 (百万日元)	300	300	300	120	400
参加公司	小野田水泥公司 新日铁化学水泥公司 东洋曹达工业水泥公司 日立水泥公司 三井矿山水泥公司	日本水泥公司 大阪水泥公司 第一水泥公司 明行水泥公司	三菱矿业水泥公司 德山曹达水泥公司	住友水泥公司 麻生水泥公司 电气化学工业水泥公司 日铁水泥公司 八户水泥公司 东洋水泥公司 刘田水泥公司	宇部兴产水泥公司 秩父水泥公司 敦贺水泥公司 琉球水泥公司

资料来源: 《日本水泥工业改革的进展状况》、国信证券经济研究所整理 (22 家不包括东北开发水泥公司)

## 转——全球水泥行业的发展史是一部大企业集团的 并购史

### 并购是国际水泥龙头拓展产业链、实现全球扩张的主要手段

由于水泥产品同质化、区域化的特征，具备其他原材料行业所不具备的不可贸易性，容易产生区域性垄断，而受区域市场规模限制，**产业链延伸、跨区域发展成为水泥企业获得成长性的重要途径。**

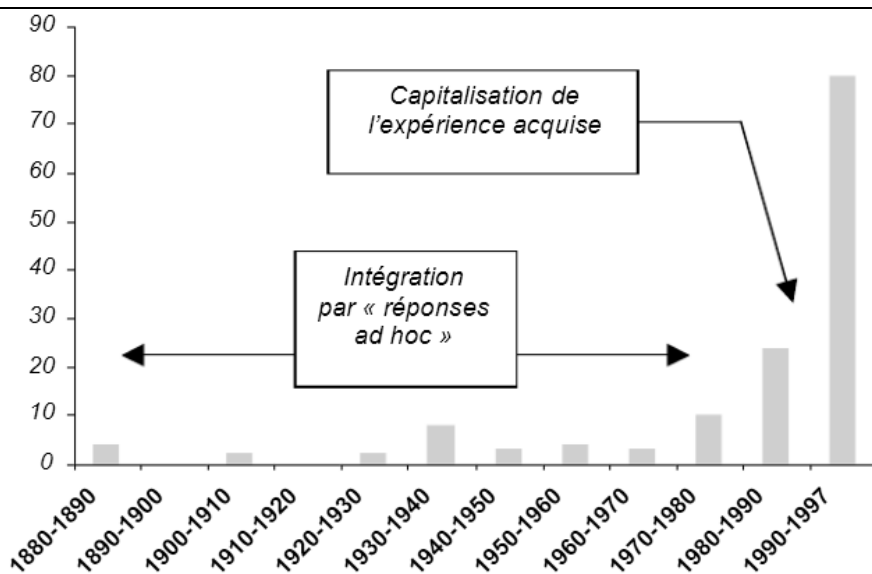
并购作为一种快速介入其他市场的发展方式，可以使企业通过地域组合进入快速增长的市场，并达到平衡业务发展的目的，已成为国际水泥企业开拓市场、获取更大市场发展空间的主要手段。同时，由于目前全球主要市场已基本趋于饱和，新建生产线的方式将使区域内竞争更加激烈，因此通过企业间并购实现区域市场的扩张又是一种现实选择。

目前，国际水泥龙头主要包括法国瑞士的拉法基豪瑞（Lafarge Holcim）、德国的海德堡（Heidelberg）、墨西哥的西麦斯（Cemex）、印度的 Ultra-Tech 和爱尔兰的 CRH 等。纵观国际水泥龙头的发展历程，大多数都是通过持续的并购完成全球生产基地的布局，以实现多元化和全球扩张之路的。以法国 Lafarge 的全球化路径以及墨西哥 Cemex 主要的并购路径为例：

**(1) Lafarge:** 拉法基的国际业务以 1880 年在阿尔及利亚创建工厂为开端，但 1970 年前拉法基的并购数量并不多，且大多数都集中在国内，市场主要集中在本土和加拿大地区。1970 年以来受法国国内需求见顶影响，拉法基开始把目光瞄准海外，开启全球化发展，而 1980 年后才真正大规模走上跨区域并购的道路。2015 年与豪瑞合并，成为全球第一大水泥生产商。

**(2) Cemex:** 上世纪 80 年代末，在实现国内产业整合成为墨西哥水泥市场领导者，产能从不到 5000 吨扩大到 1500 万吨，1985 年剥离与水泥产业关联不大的非核心资产后，开始了通过收购实现增长的道路，并大举走入海外市场，通过一系列并购，成为了发展最快的跨国水泥企业。

图 37: 1880-1997 拉法基历年并购数量



资料来源:《Développement d'une compétence en management de l'intégration post-acquisition au sein du Groupe Lafarge》、国信证券经济研究所整理

**表 3: 拉法基的全球化发展主要路径**

时间	区域	事件
20 世纪 50-70 年代	法国、加拿大	向北美扩张, 通过自建和收购成为加拿大第三大水泥企业, 并首次通过并购进入巴西市场
20 世纪 70 年代	加拿大	收购加拿大水泥公司, 成为加拿大第一大水泥企业
20 世纪 80 年代	美国、东欧、非洲	收购洪都拉斯、乌克兰、巴西、南非、德国、菲律宾等地水泥企业股权, 在喀麦隆建厂进入撒哈拉以南市场; 收购美国第三大水泥企业, 成为北美地区最大水泥生产商; 收购瑞士 Cementia 集团进入欧洲其他地区 and 东非, 成为世界第二大水泥生产企业
20 世纪 90 年代	印度、中国	收购英国 Redland 公司, 强化骨料和混凝土地位, 进入屋面材料领域; 并通过购买印度钢铁公司下属水泥部门, 进入印度市场; 与中国都江堰建材集团合资建立水泥厂, 拥有控制权
2000	北美、南欧	收购葡萄牙水泥公司 Cimpor 10% 股权; 收购韩国第四大水泥企业 RH 公司 40% 股权; 在美国、土耳其等设立石膏板生产商; 通过收购扩大北美市场骨料业务
2001	英国	收购全球第六大水泥企业 Blue Circle, 成为全球最大水泥生产商
2002	中欧、韩国、中国	在中国西南四川继续建设新厂; 与韩国水泥生产商 Tongyan Major 公司组建合资公司, 进入韩国市场; 收购塞尔维亚和斯洛文尼亚水泥厂, 加强中欧地区业务
2003	南美	在墨西哥设水泥厂
2004	东南亚	在泰国、印度、柬埔寨、韩国继续建设新工厂; 收购厄瓜多尔第二大水泥生产商; 收购乌克兰西部骨料生产商
2005	中国	收购中国四川双马, 进入中国市场, 成为西南地区最大的水泥生产商
2008	中东	收购埃及水泥企业 Orascom, 进一步向中东地区扩张
2009	印度	收购 L&T Concrete, 成为印度预拌混凝土市场领先企业
2015		拉法基豪瑞合并, 成为全球第一大水泥生产商

资料来源:公司官网及年报、国信证券经济研究所整理

**表 4: 墨西哥 Cemex 主要并购路线图**

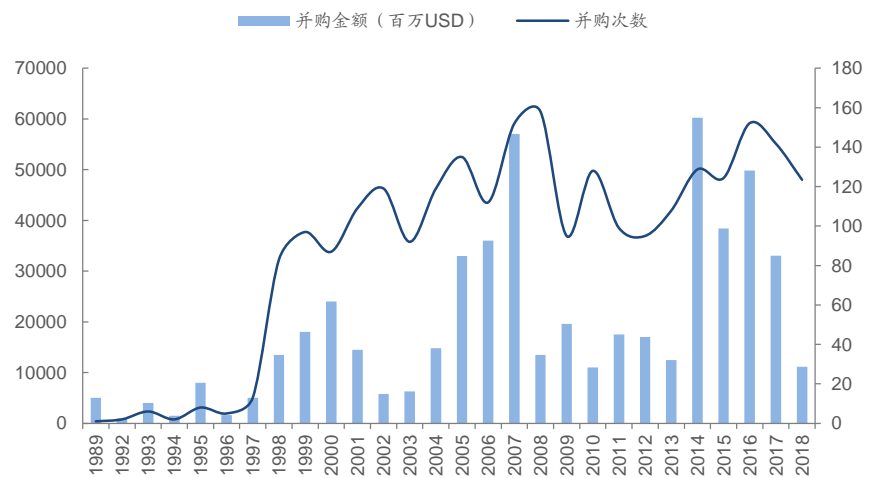
时间	事件	说明	
初创期	1906	第一家水泥工厂 Cementos Hidalgo 在墨西哥北部成立	CEMEX 前身之一
	1912-1919	墨西哥革命导致工厂部分停产	
	1920	第二家水泥工厂 Cementos Portland Monterrey 成立	CEMEX 另一前身
	1931	两家工厂合并, 成立 CEMEX	
国内扩张期	1966	收购 Cement Maya Plant	
	1967	成立 Torreon 水泥公司	满足墨西哥东北部需求
	1976	收购 Cementos Guadalajara 的 3 家水泥厂	成为墨西哥最大的水泥企业
	1985	出让了与水泥产业关联不大的资产, 专注水泥和混凝土及相关产业	
	1987	收购墨西哥第三大水泥企业 Cementos Anahuac	进入墨西哥腹地市场
	1989	收购墨西哥第二大水泥企业 Cementos Tolteca	成为全球十大水泥企业之一
全球扩张期	1992	收购西班牙最大的两家水泥企业 Valenciana de Cementos (Valcem) 和 Cementos SANSON	进入西班牙
	1994	收购委内瑞拉最大水泥企业 VENCEMOS; 同年收购美国克萨斯州的 Balcones 和巴拿马水泥企业 Cemento Bayano	进入南美洲、中美洲和美国
	1995	收购多米尼加共和国第一大水泥企业 Cementos Nacionales	进入加勒比海地区
	1996	收购哥伦比亚第二大水泥企业 Cementos Diamante 和第三大水泥企业 Samper	成为全球第三大水泥企业
	1997	收购菲律宾水泥企业 Rizal Cement Company	进入东南亚地区
	1998	收购菲律宾水泥企业 APO, 增资菲律宾 Rizal	成为菲律宾第二大水泥企
	1999	收购埃及第一大水泥企业 Assiut Cement, 同年收购智利第三大水泥企业 Cementos Bio-Bio 和哥斯达黎加第一大水泥企业 Cemento del Pacifico, 并在纽交所上市	进入非洲, 巩固中美洲和加勒比海地区
	2000	收购美国第二大水泥企业 Southdown	成为北美最大水泥企业
	2001	收购泰国水泥企业 Saraburi, 并在尼加拉瓜建设新厂	巩固亚洲和中美洲地位
	2002	收购波多黎各第一大水泥企业	巩固加勒比海地区地位
	2005	收购伦敦知名混凝土跨国企业 RMC Group	成为世界最大的预拌混凝土生产商、第四大集料生产商, 并进入欧洲市场
	2007	完成对澳大利亚 Rinker 公司的收购和整合	成为世界最大的预拌混凝土和骨料生产商
	2008	出售奥地利和匈牙利企业 (32 个砂石厂和 70 个搅拌站) 给 Strabag SE, 并出售金丝雀岛的	
2009	出售意大利水泥粉磨业务		
2009	出售澳大利亚业务给 Holcim		
2010	出售位于美国肯塔基州的 7 座砂石厂和 1 座砌块厂		
2015	出售奥地利和匈牙利混凝土及骨料业务 (29 个骨料采石场和 68 个预拌混凝土厂)		

资料来源:公司官网及年报、国信证券经济研究所整理

**兼并重组如火如荼，新兴市场是主要开拓方向，龙头集中度进一步提升**  
 如前文所述，上世纪 90 年代以前，各大国际水泥龙头并购数量并不多，尤其跨国并购更为少见，而 90 年代以来，随着新兴市场经济的崛起和快速发展，以海外水泥龙头为主导的全球水泥行业并购速度明显加速，且重心从欧美逐渐转移到亚洲等新兴市场。

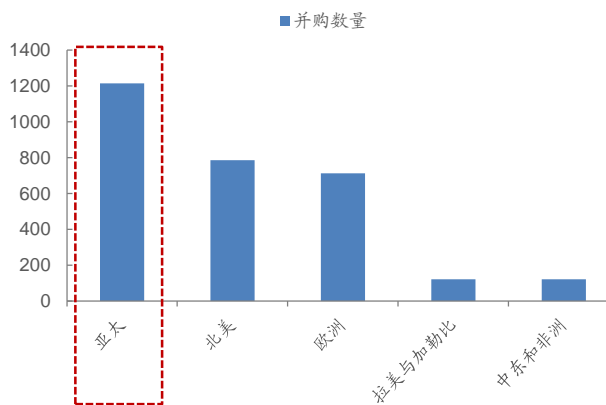
从平均投资案件数量来看，1880-1960 年为 1.4 件，1961-1990 年为 1.9 件，1991-1999 年为 18.2 件，且 90 年代以来的投资主要以并购为主，其中豪瑞 36 次投资案件中 35 件为并购，仅 1 件通过建厂、拉法基 38 次投资案件中 37 件为并购。20 世纪以来，并购市场阶段性高点分别出现在 2000 年、2007 年和 2014 年，其中分区域来看：2006 年至今并购和直接投资均主要发生在亚太地区，数量占比分别为 41%和 68%。

图 38: 1889 年以来全球水泥行业并购情况



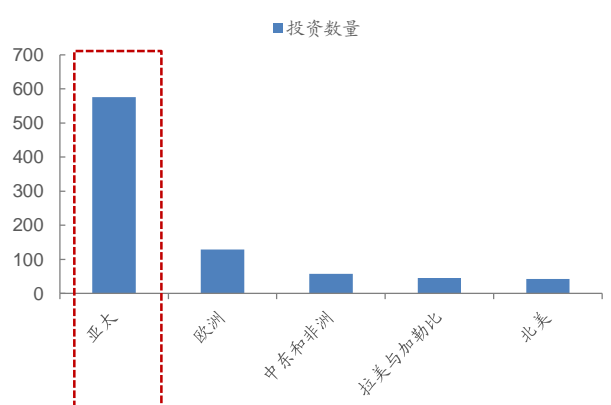
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 39: 2006 年以来全球水泥行业并购分区域情况



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 40: 2006 年以来全球水泥行业直接投资分区域情况

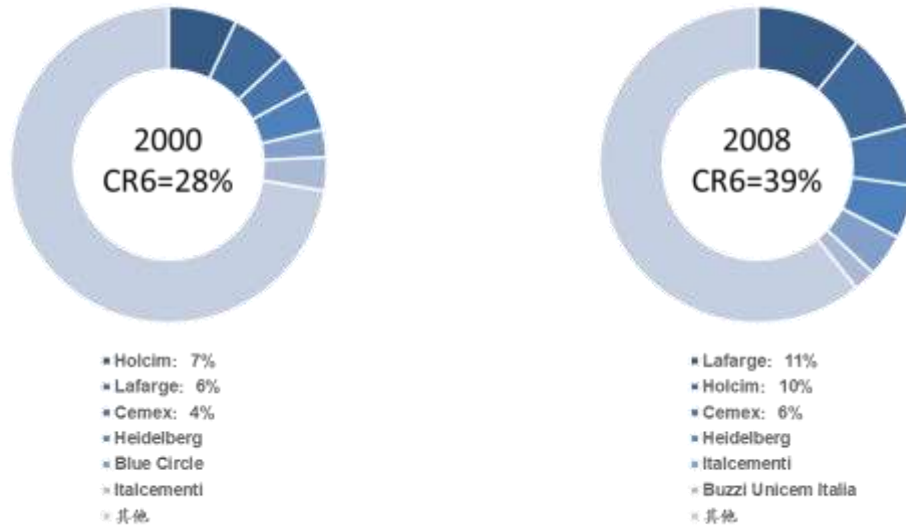


资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

**伴随国际水泥龙头的发展壮大和全球布局的加速，全球水泥行业集中度不断提高。**前 6 大国际水泥龙头在中国以外市场的集中度从 2000 年的 28% 提升至 2008 年的 39%。目前全球前 10 大水泥企业的市场份额已达 42%，并在多个国家和地区成为区域性的市场垄断者，其中 4 家中国水泥企业（包含台湾）合计产能 10 亿吨，占前 10 大产能合计的 54%，以欧美企业主导的世界水泥的旧格

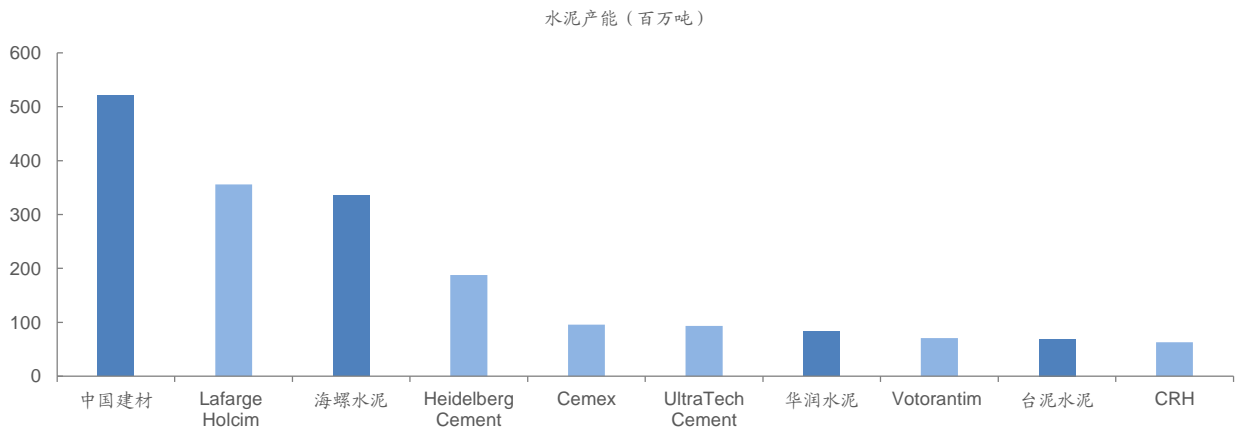
局正在被以中国企业为代表的水泥企业的崛起所打破。

图 41：国际水泥龙头在中国以外市场的集中度不断提高



资料来源：ICR、USGS、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 42：2017 年全球前 10 大水泥集团产能及全球占比



资料来源：Global Cement、国信证券经济研究所整理

表 5：2017 年全球前 5 大水泥集团综合概况

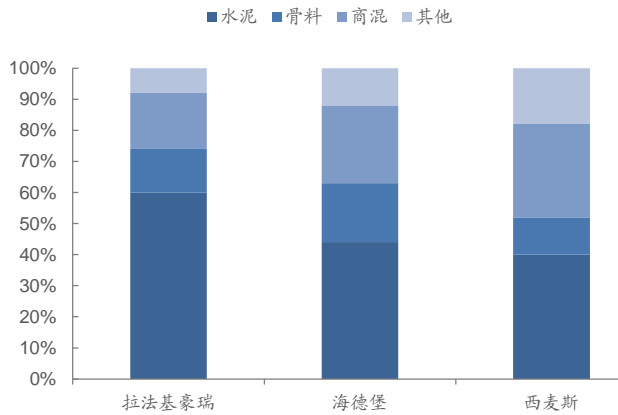
公司	本部	水泥产能 (百万吨)	2017 年营业收入 (亿美元)	2017 年净利润 (亿美元)	2017 年业务结构	主要业务范围	市值 (亿美元)
中国建材	中国	521	196	5	水泥：58% 商混：22% 新材料及工程服务等：17%	99%在中国	66
Lafarge Holcim (拉法基豪瑞)	瑞士	356	267	-17	水泥：60% 骨料：14% 商混：18%	欧美、北非、亚太、中东	277
海螺水泥	中国	335	115	25	水泥：87% 熟料：10% 骨料：1%	95%在中国，其余在印尼等国家	256

表 5: 2017 年全球前 5 大水泥集团综合概况

Heidelberg Cement (海德堡)	德国	188	206	11	水泥: 44% 骨料: 19% 商混: 25%	欧美、非洲、亚太、 近东	134
Cemex (西麦斯)	墨西哥	96	131	8	水泥: 40% 骨料: 12% 商混: 30%	88%在墨西哥, 其 他在亚洲、地中海 等	78

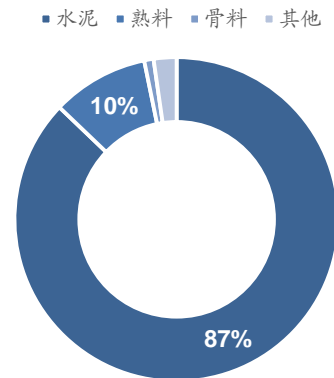
资料来源:WIND、各公司年报、国信证券经济研究所整理 (市值为 2018 年 12 月 4 日数据; 营业收入、净利润按历史汇率折算)

图 43: 2017 年 3 大国际水泥龙头分产品收入结构



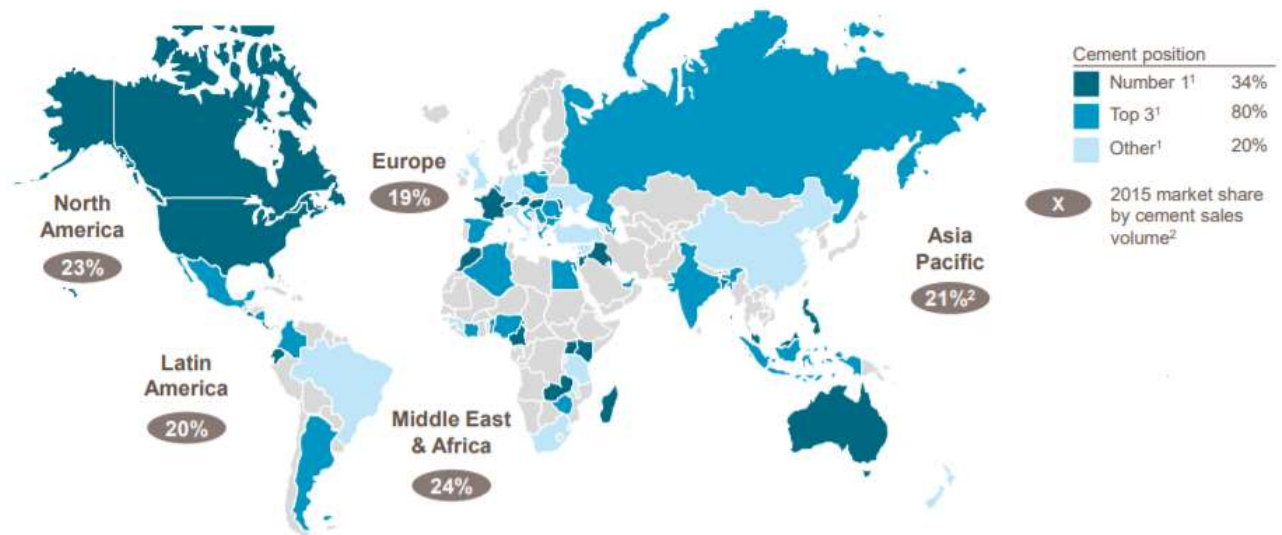
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 44: 2017 年海螺水泥分产品收入结构



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 45: 拉法基豪瑞再其 80% 的区域市场中处于领导地位, 市场份额占比为前 3 大



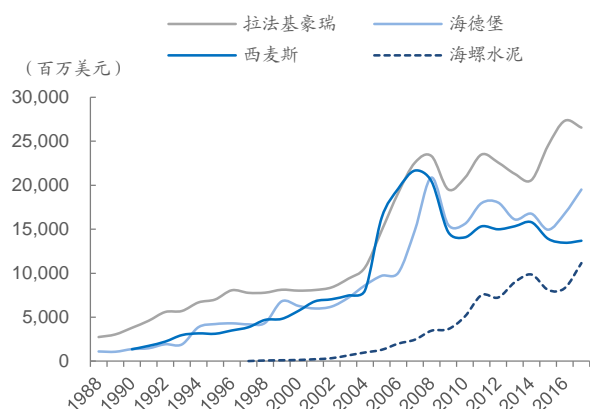
资料来源: Lafarge Holcim 官网、国信证券经济研究所整理

## 合——中国水泥龙头企业市值仍有较大提升潜力

**成长性分析：我国水泥龙头企业盈利增长的稳定性更优，收入增长潜力更大**

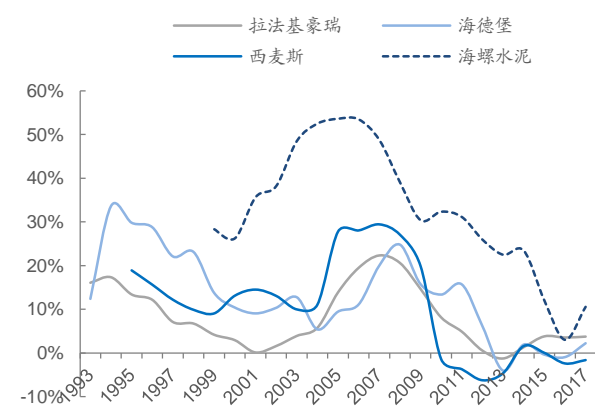
从收入和净利润规模来看，拉法基豪瑞、海德堡、西麦斯营业收入分别较 1990 年增长了 7 倍、14 倍和 10 倍，主要受益跨区域整合带动收入规模增长；海螺水泥与国际水泥龙头之间仍存在一定差距，但净利润规模更大，显示出海螺水泥较强的盈利能力。从收入增速和净利润增长来看，海螺水泥的盈利增长的稳定性则更强。

图 46：国际水泥龙头与海螺水泥的收入规模对比



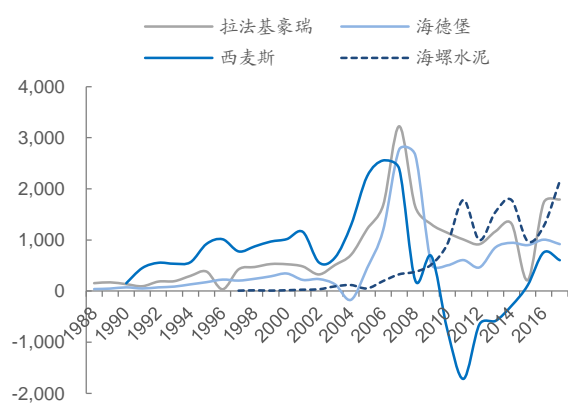
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 47：国际水泥龙头与海螺水泥收入增速 5 年移动平均



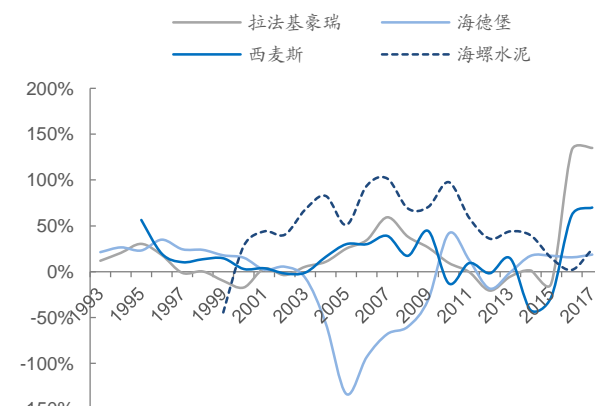
资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 48：国际水泥龙头与海螺水泥的净利润规模对比



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 49：国际水泥龙头与海螺水泥净利润增速 5 年移动平均

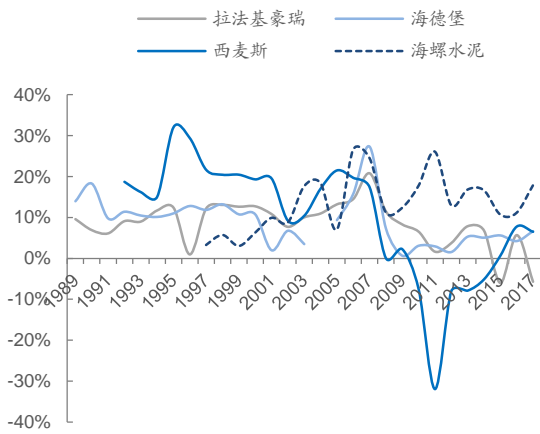


资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

**杜邦分析：我国龙头企业在盈利水平、资债结构和营运能力方面均具有明显优势**

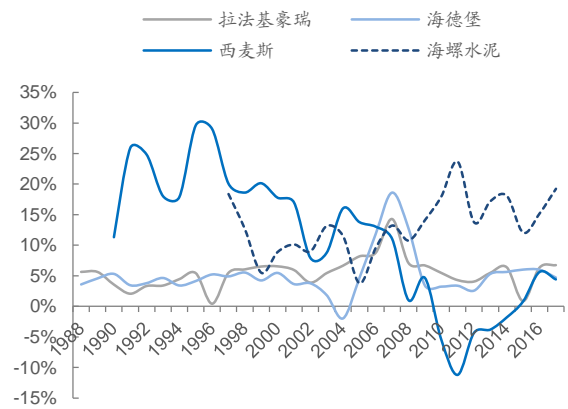
2008 年以来受全球金融危机影响，国际水泥龙头企业 ROE 出现明显下滑，通过一系列措施压缩成本、降低杠杆率和提升运营效率的措施，各大企业的 ROE 均有一定程度的修复；与此对应，海螺水泥则表现出一定的抗周期性，主要得益于良好的盈利能力、成长稳定性以及更为健康合理的资债结构。

图 50: 国际水泥龙头与海螺水泥的 ROE 对比



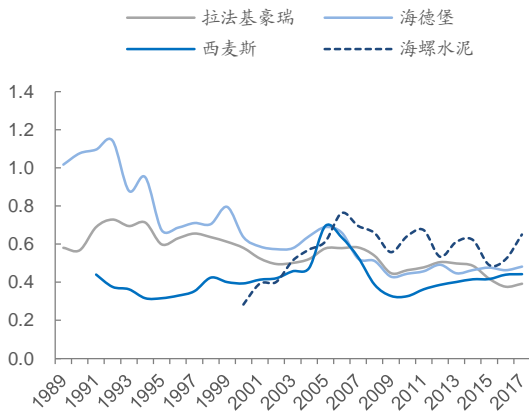
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 51: 国际水泥龙头与海螺水泥的净利率对比



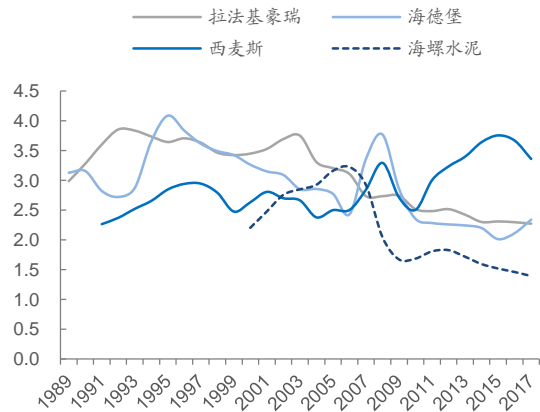
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 52: 国际水泥龙头与海螺水泥的资产周转率对比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 53: 国际水泥龙头与海螺水泥的杠杆比率对比



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

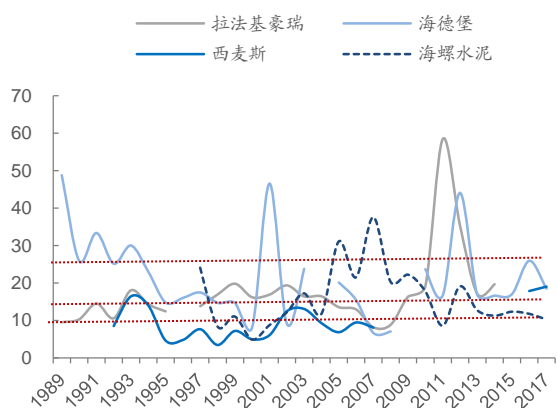
**估值与分红分析: 我国水泥龙头企业 PE 估值偏低, 股息率的比较优势逐渐显现**

从相对估值角度看, 国际水泥龙头企业与海螺水泥历史 PE 估值波动区间均较大, 在 5x 到 60x 不等, 这与区域宏观经济以及行业发展阶段背景有关。近些年, 国际龙头企业估值区间主要集中在 15x 至 25x 之间, 而海螺水泥多数时候在 10x 估值左右, 反映出 A 股投资者对产能过剩之后的行业发展及企业发展前景更为担忧。从 PB 角度看, 海螺水泥在 2003 年之后的 PB 估值持续的高于拉法基豪瑞、海德堡、西麦斯等国际龙头企业, 这与海螺水泥 ROE 水平持续高于国际龙头企业有关。

近几年, 随着国内水泥行业逐步进入寡头协同、错峰生产、供给严控、环保承压的发展状况, 行业价格趋稳, 龙头企业资本开支下降, 海螺水泥的分红率水平快速向拉法基豪瑞、海德堡、西麦斯等国际水泥龙头靠近, 股息率的比较优势快速显现。

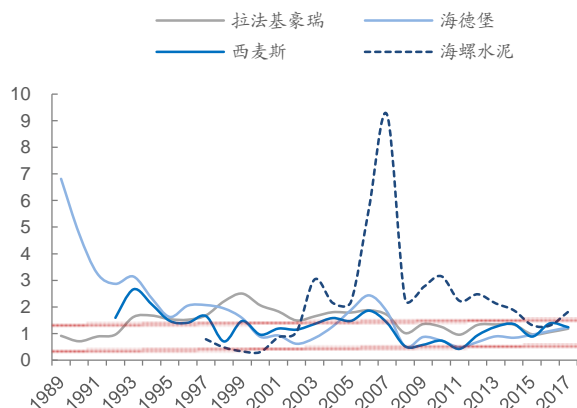


图 54: 国际水泥龙头与海螺水泥 PE 走势



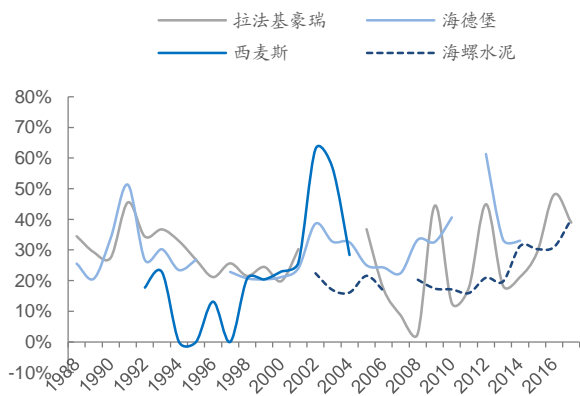
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 55: 国际水泥龙头与海螺水泥 PB 走势



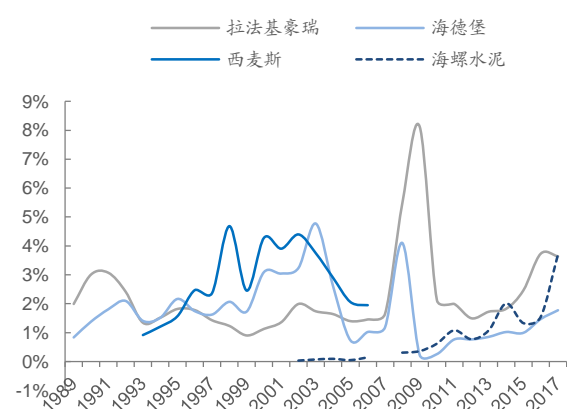
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 56: 国际水泥龙头与海螺水泥的分红率比较



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 57: 国际水泥龙头与海螺水泥的股息率比较



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

## 以史为鉴、他山之石

### 水泥龙头企业仍将长久存在，并有持续盈利的可能性

作为一种原材料资源相对丰富、生产规模庞大、生产技术成熟、生产成本低廉、使用性能良好、应用范围广泛的大宗建筑材料，水泥在其近 200 年的从诞生到不断技术革命和创新发展历程中，已成为建筑工程和各种构筑物不可或缺的一种基础原材料，在建筑工程领域占据了无可替代的优势：

目前，全球水泥年消费量已从最初的少量发展到约 42 亿吨，成为了用途最广、用量最多的一种建筑工程材料，且在可预见的一定时期内仍难以出现同等体量的替代品，在建筑材料领域仍将占据最主要的地位。

所以从投资角度考虑，水泥龙头企业仍将长久存在，并有持续盈利的可能性。而我们后续研究的核心就是在哪个阶段、以什么样的价格买入龙头企业，伴随企业盈利成长。

产能过剩普遍存在，去产能时期，行业仍有投资机会

纵观全球水泥发展史以及从各国数据的比较中可以发现，水泥需求的增长与城镇化率、人均 GDP、房屋结构、居住偏好等有较密切的关系，而因经济发展阶段不同，各国水泥行业所处的周期阶段亦不同，但随着区域市场的演变，产能过剩是行业发展的必然归宿，现阶段，产能过剩在全球水泥行业普遍存在，从发达国家解决产能过剩的历史经验来看，由对市场具有较大影响力的大型水泥集团相互间进行兼并重组后，按比例关闭工厂以提高行业集中度和市场定价力，是最有效、也是最普遍的做法。但各国因地理、文化、经济等因素的不同，应对水泥行业产能过剩的方法又不尽相同、各有侧重，部分国家附以去产能、提升环保标准等方式加速行业的再均衡。在这样的行业背景之下，龙头企业凭借自身的规模、成本、管理等优势，强者恒强。

现阶段，我国水泥行业也走上了企业并购、去产能、提环保的道路，但因国情、行业集中度等不同，行业在该阶段的演变也呈现出了一定的“中国特色”，而行业博弈均衡的演变能否持续，龙头在这条道路上能走多远，这将是后续需要重点讨论的问题。

### 企业发展层面的不同或将隐含新的投资机遇

由于水泥产品同质化、区域化的特征，具备其他原材料行业所不具备的不可贸易性，容易产生区域性垄断，而受区域市场规模限制，**产业链延伸、跨区域发展成为水泥企业获得成长性的重要途径**。并购作为一种快速介入其他市场的发展方式，可以使企业通过地域组合进入快速增长的市场，并达到平衡业务发展的目的，已成为国际水泥企业开拓市场、获得更大市场发展空间的主要手段。

在世界水泥行业过去几十年的发展过程中，国际水泥龙头企业凭借本土市场的垄断优势较早进入了跨区域和产业链拓展的发展阶段，目前其业务区域分布更广、产业链也更加齐全。中国水泥龙头企业在过去数十年的发展过程中，因本土需求较为旺盛，且行业集中度偏低，业务区域拓展领域更聚焦于国内，而在产品领域，成本管控成为其发展的核心之一，产业链的延伸布局则相对较缓。

近些年，中国水泥龙头企业也逐步走出国门、布局海外市场，同时开始尝试产业链的拓展。未来区域拓展和产业链的进一步完善能否成为新的投资亮点，中国水泥龙头企业投资价值如何演变也将是我们后续需要讨论的重点之一。

## 风险提示

- ①宏观总需求短期出现异常下挫
- ②供给侧、环保等政策放松
- ③行政干预行业发展使得行业发展规律出现不可测的变化

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032