

水泥制造

证券研究报告

2019年01月18日

如何看待水泥行业利润创新高

国内水泥行业 2018 年前 11 个月累计利润总额 1480 亿元，按照单月超过 100 亿推算（10、11 月分别实现 192、194 亿元），全年有望突破 1600 亿元，创历史新高。前次高点出现在 2011 年，时间间隔 7 年；2011 年全年行业利润总额 1019.66 亿元，而在 2018 年 9 月累计利润已超千亿。（数据来源：数字水泥）

业绩靓丽符合预期，通过季度利润结构拆分，我们发现周期有迹可循，同时，以下关注点不同于以往：（1）2018 年 Q1 贡献利润比例约 12%，而过往中值为 7%，在 2011、2014、2018 年达到类似水平。192% 的同比增幅远超其他季度，如二、三、四季度同比增幅在 70-75%。主要原因为 2017 年底水泥价格急涨，高位进入 2018 年，价格弹性释放。**关键启示为**，目前同样以高价进入 2019 年，一季度同样具备业绩弹性。

（2）二、三、四季度利润贡献比例较为均匀，在 30% 上下，类似情况 2017 年、2011 年出现过，其余年份基本呈现 W 型，即二、四季度旺季利润显著更高，其中，四季度利润占比多次超过 40%。2011 年是阶段性高点，2018 年情形与其类似反映一定周期性，而 2017、2018 年季度结构类似反映近两年均为供给端主导行业变化，错峰、环保限产等因素平滑周期波动。

（3）行业整体反映平均水平，龙头企业表现更为突出，优于整体。例如我们预计海螺 2018 年利润总额接近 400 亿，整体占比约 25%，2015 年是行业低谷，多数企业亏损，公司充分发挥成本优势，利润占比提升至 30%，随后行业周期向上，利润占比降为 25% 以下并随着产能增长、成本优势稳固而稳步提升。华新在 2017 年 1 月完成拉法基中国 6 家水泥企业并表后，占比提升较快，叠加主打区域之一西南各省需求较好，目前约为 4%。塔牌集团优势区域在粤东，有一定区域性，今年以来随着万吨线投产利润占比同样呈现显著增长。

再谈水泥周期，今时不同往日，我们提示几点重要变化：（1）矿山资源优势短期难颠覆，环保整顿促使矿山审批、开采规范化，资源可得性下降、获取成本提高，不具备原材料资源的小企业加速淘汰。而拥有矿山的企业可控制熟料外销，通过掌控熟料资源提升对下游粉磨站的议价权，大企业窑磨一体或粉磨能力增强将进一步倒逼粉磨站生存空间。（2）新增产能受行政抑制。2010-2012 年分别新增 2.6、2.2、1.6 亿吨熟料产能，形成价格冲击从而影响利润水平。而 2018 年新增 2040 万吨，2019 年预计新增 2500-3000 万吨，量级上看影响力明显削弱。（3）龙头企业合作意愿增强，截止 2018 年底，行业已经出现近 30 家联合平台。此外，我们提示近期基建项目批复加速，2019 年基建边际改善可能性较大，密切关注近 1 个月各地“两会”政策动态以判断区域需求。

投资建议：我们继续看好京津冀建设支撑水泥需求，西南需求可能超预期变化，外资开放程度提高背景下具备现金流优势的水泥企业易受青睐，继续关注水泥龙头，海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、祁连山等。

风险提示：雨雪天气变化不及预期；房地产新开工不及预期；基建项目进展不及预期。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010003
wuhaoxiang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

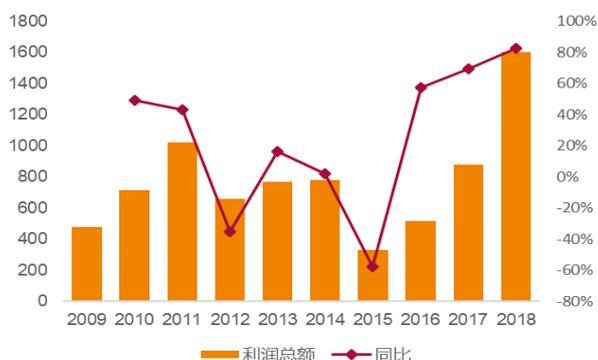
- 1 《水泥制造-行业点评:曲径通幽,过剩行业缩减产能是必然趋势》 2018-11-20
- 2 《水泥制造-行业研究简报:论水泥 5 个跨年关注点》 2017-12-19
- 3 《水泥制造-行业点评:不畏浮云遮望眼,水泥基本面坚定,持续看好》 2017-12-08



1. 水泥行业利润总额有望超 1600 亿

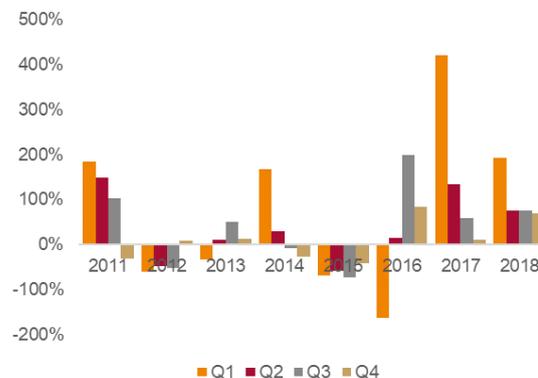
国内水泥行业 2018 年前 11 个月累计利润总额 1480 亿元,按照单月超过 100 亿推算(10、11 月分别实现 192、194 亿元),全年有望突破 1600 亿元,创历史新高。前次高点出现在 2011 年,时间间隔 7 年;2011 年全年行业利润总额 1019.66 亿元,而在 2018 年 9 月累计利润已超千亿。(数据来源:数字水泥)

图 1: 水泥行业利润总额 (亿元)



资料来源: 数字水泥网, 天风证券研究所

图 2: 2011-2018 各季度利润总额同比增速



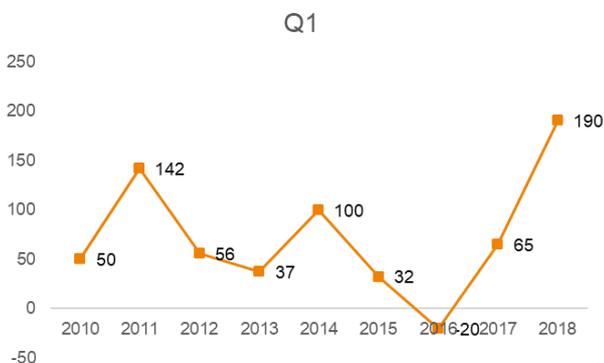
资料来源: 数字水泥网, 天风证券研究所

2. 如何看待利润创新高

业绩靓丽符合预期,通过季度利润结构拆分,我们发现周期有迹可循,同时,以下关注点不同于以往:(1) 2018 年 Q1 贡献利润比例约 12%,而过往中值为 7%,在 2011、2014、2018 年达到类似水平。192%的同比增幅远超其他季度,如二、三、四季度同比增幅在 70-75%。主要原因为 2017 年底水泥价格急涨,高位进入 2018 年,价格弹性释放。关键启示为,目前同样以高价进入 2019 年,一季度同样具备业绩弹性。

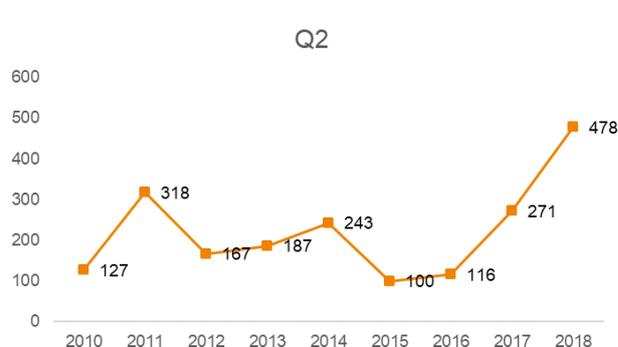
(2) 二、三、四季度利润贡献比例较为均匀,在 30%上下,类似情况 2017 年、2011 年出现过,其余年份基本呈现 W 型,即二、四季度旺季利润显著更高,其中,四季度利润占比多次超过 40%。2011 年是阶段性高点,2018 年情形与其类似反映一定周期性,而 2017、2018 年季度结构类似反映近两年均为供给端主导行业变化,错峰、环保限产等因素平滑周期波动。

图 3: 2010-2018 一季度水泥行业利润总额 (亿元)



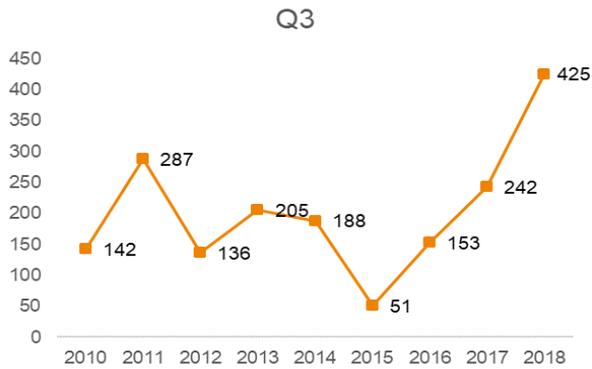
资料来源: 数字水泥网, 天风证券研究所

图 4: 2010-2018 二季度水泥行业利润总额 (亿元)



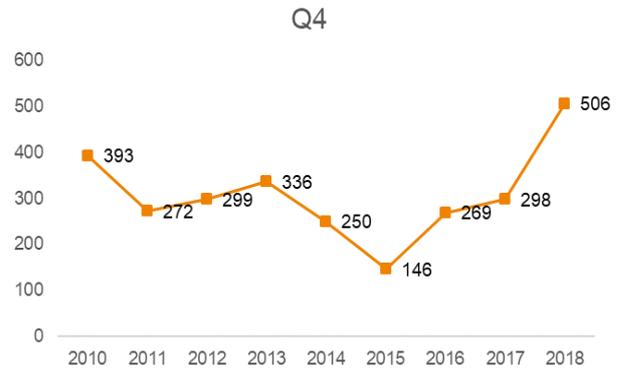
资料来源: 数字水泥网, 天风证券研究所

图 5：2010-2018 三季度水泥行业利润总额（亿元）



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 6：2010-2018 四季度水泥行业利润总额（亿元）



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

(3) 行业整体反映平均水平，龙头企业表现更为突出，优于整体。例如我们预计海螺 2018 年利润总额接近 400 亿，整体占比约 25%，2015 年是行业低谷，多数企业亏损，公司充分发挥成本优势，利润占比提升至 30%，随后行业周期向上，利润占比降为 25%以下并随着产能增长、成本优势稳固而稳步提升。华新在 2017 年 1 月完成拉法基中国 6 家水泥企业并表后，占比提升较快，叠加主打区域之一西南各省需求较好，目前约为 4%。塔牌集团优势区域在粤东，有一定区域性，今年以来随着万吨线投产利润占比同样呈现显著增长。

表 1：部分龙头水泥企业利润总额在行业整体中占比

时间	行业利润总额	海螺水泥		华新水泥		塔牌集团	
		利润总额 (亿元)	占比	利润总额 (亿元)	占比	利润总额 (亿元)	占比
2009	478.28	44.77	9.4%	7.17	1.5%	2.91	0.6%
2010	712.2	80.78	11.3%	8.31	1.2%	4.38	0.6%
2011	1019.66	156.52	15.4%	16.10	1.6%	8.25	0.8%
2012	657.41	80.88	12.3%	9.05	1.4%	2.93	0.4%
2013	765.54	126.31	16.5%	17.85	2.3%	5.55	0.7%
2014	780.2	148.83	19.1%	19.93	2.6%	8.29	1.1%
2015	329.7	100.39	30.4%	3.37	1.0%	5.13	1.6%
2016	518	116.53	22.5%	8.07	1.6%	6.04	1.2%
2017	877	212.29	24.2%	28.12	3.2%	9.64	1.1%
2018E	1600	397.11	24.8%	66.34	4.1%	26.03	1.6%

资料来源：数字水泥网，wind，天风证券研究所

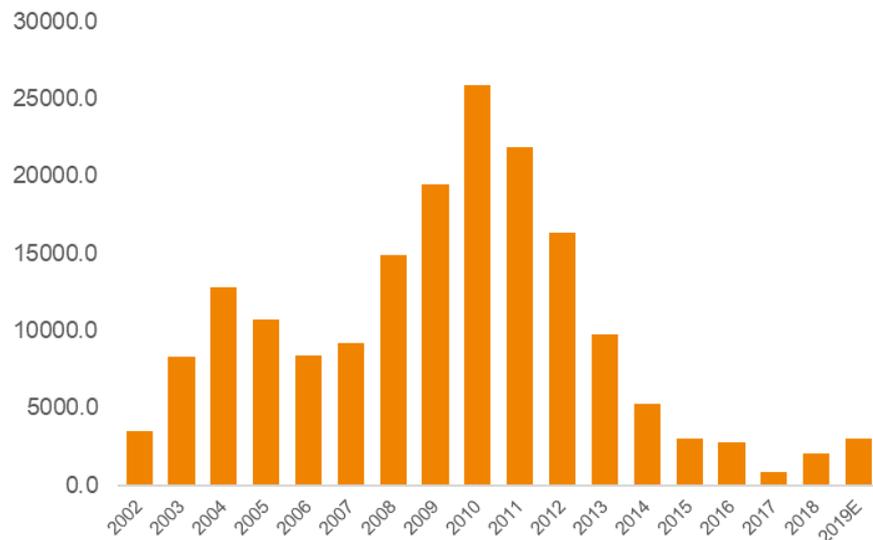
表 2：部分龙头水泥企业收入在行业整体中占比

时间	行业利润总额	海螺水泥		华新水泥		塔牌集团	
		利润总额 (亿元)	占比	利润总额 (亿元)	占比	利润总额 (亿元)	占比
2009	5683.56	249.98	4.4%	69.06	1.2%	25.94	0.5%
2010	7019.44	345.08	4.9%	84.69	1.2%	31.28	0.4%
2011	9197.89	486.54	5.3%	126.38	1.4%	41.37	0.4%
2012	8833.12	457.66	5.2%	125.21	1.4%	34.86	0.4%
2013	9695.7	552.62	5.7%	159.84	1.6%	38.16	0.4%
2014	9792.11	607.59	6.2%	159.96	1.6%	44.57	0.5%
2015	8897	509.76	5.7%	132.71	1.5%	38.34	0.4%
2016	8764	559.32	6.4%	135.26	1.5%	36.29	0.4%
2017	9149	753.11	8.2%	208.89	2.3%	45.64	0.5%
2018 前三季	8870.59	777.92	8.8%	190.4	2.1%	45.23	0.5%

资料来源：数字水泥网，wind，天风证券研究所

再谈水泥周期，今时不同往日，我们提示几点重要变化：（1）矿山资源优势短期难颠覆，环保整顿促使矿山审批、开采规范化，资源可得性下降、获取成本提高，不具备原材料资源的小企业加速淘汰。而拥有矿山的企业可控制熟料外销，通过掌控熟料资源提升对下游粉磨站的议价权，大企业窑磨一体或粉磨能力增强将进一步倒逼粉磨站生存空间。（2）新增产能受行政抑制。2010-2012年分别新增2.6、2.2、1.6亿吨熟料产能，形成价格冲击从而影响利润水平。而2018年新增2040万吨，2019年预计新增2500-3000万吨，量级上看影响力明显削弱。（3）龙头企业合作意愿增强，截止2018年底，行业已经出现近30家联合平台。此外，我们提示近期基建项目批复加速，2019年基建边际改善可能性较大，密切关注近1个月各地“两会”政策动态以判断区域需求。

图 7：2002-2018 年全国新增熟料产能（万吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

投资建议：我们继续看好京津冀建设支撑水泥需求，西南需求可能超预期变化，外资开放程度提高背景下具备现金流优势的水泥企业易受青睐，继续关注水泥龙头，海螺水泥、华新水泥、冀东水泥、祁连山等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com