

建筑材料行业跟踪报告

2019年初至今水泥行情复盘探讨

- **导读:**这是一篇水泥行情复盘的讨论文,论述中可能提到我们之前的研报观点,但不涉及新的股票推荐,论述尽量客观。

2019年初以来水泥股演绎大行情,龙头为海螺水泥、华新水泥,特复盘我们在此过程中的种种观察,但能力有限,回顾或有不周之处,仅作参考。

- **宏观预期悲观,周期不被看好。**虽有2018年中的稳增长措施出台,但2018年下半年,弥漫市场的是对于房地产投资下行的悲观气氛。到2018年8、9月份之后,资本市场对以海螺、华新为龙头的水泥股的中报、三季报、年报有了充分的预期,水泥股再继续上演超预期业绩的可能减小。于是,在钢铁之后,水泥股也进入了调整时期。而到2019年初,通过常用的估值方法,我们已经可以基本判断海螺水泥处于估值底部位置。

当时的海螺水泥,从PB考虑底部已经隐约显现,股价向下下跌空间有限;但水泥高价格和高盈利持续,导致市场担心水泥价格下跌时,股价仍会有一定跌幅。而事实上,当产品价格回落时,周期行业中的企业盈利会下降,但估值会上升,从而股价跌幅其实是有限的。

- **牛市忽至,水泥股涨幅滞后。**这轮牛市忽至,水泥股与新型基建、房地产后周期等市场热点,相关度较低,在券商股、5G概念、农牧股大幅上涨的同时,水泥股更多表现为温和的上涨。而其上涨的逻辑,更多还是比较熟悉的旧逻辑。总体而言,我们认为2019年的水泥行业与2012年下半年到2013年上半年较为相似,即宽松政策预期上升,叠加水泥淡旺季切换带来的盈利回升,促成了水泥股由底部逐步恢复。

- **迷雾中看需求,预期渐改善。**春节之后,市场关注新开工需求。2018年末,南方的阴雨连绵,对于水泥的需求影响很大,以至于到了春节之后,雨季未完,需求的恢复也比较缓慢。但从元宵节之后,水泥的出货恢复已经明显加快,这个时候,周度观察海螺、华新的出货,已经能发现公司的销量不逊于2018年同期;如果再了解一下下游基建和房地产的情况,也能发现,市场之前的预期太悲观了。

2019年以来,主要的预期改善,其实也集中在供给、需求和价格三个方面。

供给上,两会中唐山环保数据造假事件,近期的响水化工事件导致安监工作加强等,又重新使得周期的供给侧改革预期加强。

需求上,基建从年初以来逐步加码,国家和各地的城轨、市政项目大量出现,融资上也宽松了一些,从专项债的预先发放、地方债的利率水平不断下行,已经基本看出端倪。房地产方面,“一城一策”的推出,一二线楼市成交的回暖,渐渐扭转了市场的悲观气氛。PMI数据向好,市场对经济企稳的预期也有所升温。

价格上,3月底4月初,北方、南方各地陆续开始提价,市场对水泥高价格的维持度给予认可。

- **财报季的影响,华新股价一飞冲天。**历史是相似的,华新水泥在年报和一季报之际大涨,是因为近两年每次财报季,华新水泥都是超预期之后迎来大幅上涨。这是由公司的业绩弹性和第二龙头属性决定的,第二龙头决定了市场会在基本面转好之时,先买第一龙头海螺,而华新此时是滞涨的;业绩弹性决定了,华新的财报一旦超预期,业绩上调和估值修复就会同时出现,只能以大涨来弥补此前的忽视了。
- **风险提示:**水泥行业受宏观需求影响较大,如房地产投资、基建投资增速下滑较快,水泥需求将萎缩;供给侧政策如发生变化,则高盈利之下,水泥行业供给存在增加可能;水泥价格处于历史高位,价格的下跌,与原材料、燃料成本的上涨,都将侵蚀行业的盈利水平。

华创证券研究所

证券分析师:师克克

电话:021-20572533

邮箱:shikeke@hcyjs.com

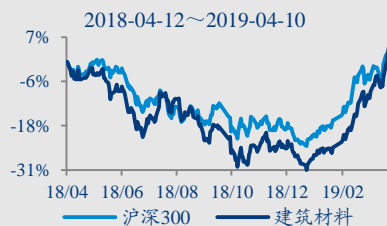
执业编号:S0360518060007

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	73	2.03
总市值(亿元)	7,901.57	1.21
流通市值(亿元)	6,130.71	1.28

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	19.24	32.31	7.56
相对表现	7.53	7.8	3.52



一、宏观预期悲观，周期不被看好

虽有 2018 年中的稳增长措施出台，但 2018 年下半年，弥漫市场的是对于房地产投资下行的悲观气氛。到 2018 年 8、9 月份之后，资本市场对以海螺、华新为龙头的水泥股的中报、三季报、年报有了充分的预期，水泥股再继续上演超预期业绩的可能减小。于是，在钢铁之后，水泥股也进入了调整时期。

熊市中水泥的估值标准是海螺水泥，海螺以占水泥行业一半的市值、最好的成本与盈利，成为水泥行业中类似贵州茅台的存在。熊市中，投资者看华新水泥、万年青等水泥股的估值，都要以海螺水泥为参考。因此，考虑海螺水泥的估值底，至关重要。

龙头公司海螺水泥底部隐现

在 2019 年初，通过 PB/PE 等估值方法测算，我们可以发现海螺水泥估值已经具备吸引力。

海螺的股价，从 2018 年 7 月 30 日 39.09 元的收盘价，跌至 2019 年初（2019/1/4 盘中）27.23 元，累计跌幅为 30%。以 A 股股价计，海螺当时市值为 1443 亿元。

——从 PB 角度考虑股价底部：

海螺水泥在 2017 年底的净资产为 894 亿元，若考虑 2018 年归母净利润 300 亿元，以 2017 年分红比例为 40% 计算，2018 年底公司的净资产将达到 1074 亿元（不考虑其他综合收益变化），底部股价对应的 PB 估值为 1.34 倍。2019 年，若公司继续维持 2018 年盈利水平和 2017 年的分红比例，则净资产将增长到 1254 亿元，底部股价对应的 PB 估值为 1.15 倍，即使考虑盈利跌 1/3 至 200 亿元，则净资产仍将增长到 1194 亿元（仍考虑分红比例不变），股价对应的 PB 估值为 1.20 倍。从 PB 上看，公司的股价已经跌到比较有支撑的位置。

（注：此处以海螺未出年报时的思考论述，最后披露的 2018 年海螺年报，其归属母公司净利润为 298 亿元，净资产为 1164 亿元，分红比例由 40% 降为 30%。）

——从 PE 角度考虑股价底部：

公司在 2019 年初的 PE 估值为 5 倍（对应 2018 年盈利的一致预期），但周期股在景气高点之时，PE 是最低的，所以 5 倍的低 PE 不构成投资理由，因为估值提升的逻辑不通畅。

海螺历史上从未出现季度亏损，而以年度计，吨盈利能力也十分稳定。那么海螺的盈利底在哪里？我们看到，除 2005 年单吨盈利仅实现 7 元以外，海螺的单吨盈利至少在 20 元以上（2006 年为 20 元），2009 年以来稳定在 30 元以上，这是随着公司规模扩大、内部不断挖潜实现的。最近几年中，最差的 2015 和 2016 年，也是单吨盈利在 30 元附近。而近年来，随着供给侧改革的加强，水泥企业的盈利中枢仍在上抬，海螺的盈利能力也在提升，若以单吨盈利 40 元为底测算，对应海螺 3 亿吨的销量，那么年度盈利 120 亿元，若考虑周期股在景气底部时估值反而更高，海螺在 2019 年初，其市值也是有支撑的。

水泥高价格与高盈利的两种影响：1、从实业角度看，高价格与高盈利当然对企业好，可以有更多的盈利和现金流；2、但从股票市场上看，2018 年 4 季度的水泥价格和盈利为历史上最高，导致了标的基本面的向上超预期可能性和弹性较小，从而股价与估值都出现回落。水泥的高价格和高盈利总会向中枢水平回归，价格与盈利下降、企稳之后，在价格与盈利回升的阶段，市场会有更强的参与积极性。

综合考虑，当时的海螺水泥，从 PB 考虑底部已经隐约显现，股价下跌空间有限；但高价格和高盈利持续，导致市场担心水泥价格下跌时，股价仍会有一定跌幅。而事实上，当产品价格回落时，周期企业盈利会下降，但估值会上升，从而股价跌幅其实是有限的。

二、牛市忽至，水泥股涨幅滞后

这轮牛市忽至，水泥股与新型基建、房地产后周期等市场热点，基本不沾边，在券商股、5G概念、农牧股大幅上涨的同时，水泥股更多表现为温和的上涨。而其上涨的逻辑，更多还是比较熟悉的旧逻辑。

综合来看，2019年的水泥行业与2012年下半年到2013年上半年较为相似。

2012年下半年，宽松政策预期上升，叠加水泥淡旺季切换带来的盈利回升，水泥板块出现幅度不小的反弹，但到了2013年上半年，地产投资的下行压力并未被基建稳增长抵消，水泥价格开始回落，板块亦开始调整。彼时海螺水泥股价并未反弹至历史高点就已经开始回调，而到了2019年3月，海螺股价已经接近高点位置，这与眼下的牛市有不小关系。当然，即使2013年海螺股价回调，但长期持有海螺还是可以实现盈利的，主要看投资者的资金期限如何。

基本面和估值还是我们应该参考的坐标系。我们需要知道股价的合理区间在哪里（注意是区间，而不是点位，是大致而非精确），越是上涨的时候，越需要基本面有支撑且估值合理的标的。这个合理区间是要变化的，一些重大事件改变了基本面要素，可能就会引起股价合理区间的变化。

市场对于水泥基本面是相对“短视”的，不出现情况恶化的时候，预期不会真的下调，股价也会坚挺，所以当情况慢慢变差时，把握到信号的人，还有时间及时退出。我们要把握好情况正在起变化的“信号”，为投资水泥股的人站好岗。

要记得股票总是涨跌过度的，我们不能把握底和顶，只能把握小部分区间；**也要记得股票后年跌不代表今年不会涨，后年涨不代表今年不会跌**，基于眼前消息做出投资决策，胜率可能好于对三五年后的形势做判断。

三、迷雾中看需求，预期渐改善

周期看得多了一点，就会觉得，估值都是结果，是上涨或下跌之后，市场给股票加上了各种逻辑，最终促成了估值。

春节之后，市场关注新开工需求。2018年末，南方的阴雨连绵，对于水泥的影响很大，以至于到了春节之后，雨季未完，需求的恢复也比较缓慢。

但从元宵节之后，水泥的出货恢复已经明显加快，这个时候，周度观察海螺、华新的出货，已经能发现公司的销量不逊于2018年同期；如果再了解一下下游基建和房地产的情况，也能发现，市场之前的预期太悲观了。

可能我们在考虑问题上，以元旦、春节为界限，我们的思考是自动割裂的，我们会认为春节后需求可能断崖式下降，好像突然发生了很大的变化，而不是把元旦前后、春节前后看作一个连续的过程；另外，即使我们知道每年的1-2月投资数据波动很大，但有了数据在那里，我们还是去参考。

如果系统分析水泥行业，其实要点相对简单，行业的分析维度无非供给、需求2大维度，以及价格、销量、成本、利润4个最终显现出来的表现数据。水泥没有库存，省去了许多分析的麻烦，另外，就是水泥的区域性较强，要选对区域。

在2019年初来看，水泥行业的各个维度大致情况如下：

供给：预计总体保持平稳，2019年的担忧来自于错峰生产以及环保限产的放松、产能置换导致新增产能较多。若供给侧的政策保持稳定，水泥的供给担忧不必太大。

需求：1、预计房地产新开工趋势向下，基建投资趋势向上；2、预期方面都有转好迹象，表现为房地产调控政策在部分地方边际放松，政策发力基建稳增长。3、融资方面有所好转，货币政策维持稳健中性，边际宽松，基建融

资条件有所改善，房地产融资静待边际变化。

量：预计水泥需求以稳为主，行业总量步入平台期，增量趋少。

价格：中长期向中枢回归；春节前价格下降，春节后价格随着需求恢复而有季节性回升。

成本：总体稳定。

利润：水泥行业盈利中长期向中枢回归，随价格变化，呈现季节性波动。

那么，在 2019 年以来，主要的预期改善，其实也仅集中在供给、需求和价格三个方面。

供给上，市场预期环保放松、错峰生产放松，最后水泥的供给会增多，而两会中唐山环保数据造假事件，近期的响水化工事件导致安监工作加强等，又重新使得周期的供给侧预期改善。

需求上，基建从年初以来逐步加码，国家和各地的城轨、市政项目大量出现，融资上也宽松了一些，从专项债的预先发放、地方债的利率水平不断下行，已经基本看出端倪，大湾区、京津冀、长三角的利好频繁出台，我们发现原来还有很多地方可以建设。房地产方面，“一城一策”的推出，一二线楼市成交的回暖，渐渐扭转了市场的悲观气氛，到了 4 月，新出的 PMI 数据向好，市场对经济企稳的预期也有所升温。

价格上，海螺 2019 年初的上涨，是在沿江熟料一次性下跌 160 元以后，到了春节后，由于雨水较多，水泥价格继续下行，市场对于旺季提价的预期下降；而到了 3 月底 4 月初，北方、南方各地陆续开始提价，市场才对水泥高价格的维持度给予认可。

四、财报季的影响，华新水泥股价一飞冲天

牛市的估值标准不再是海螺，当然也不是华新，而是水泥股中估值最贵的那一个。在牛市里，估值最贵的标的，为海螺和华新和估值打开了空间。华新水泥近期股价的一飞冲天，并不是偶然，而是在此前的股市中，预演了好几遍。

历史是相似的，道理是简单的，华新水泥在年报和一季报之际大涨，是因为近两年每次财报季，华新水泥都是超预期之后迎来大幅上涨。这是由公司的业绩弹性和第二龙头属性决定的，第二龙头决定了市场会在基本面转好之时，先买第一龙头海螺，而华新此时是滞涨的；业绩弹性决定了，华新的财报一旦超预期，业绩上调和估值修复就会同时出现，只能以大涨来弥补此前的忽视了。

在一季报之前，我们通过公司所在地区的价格，其实基本能判断出企业的盈利不会差，但好多少还需要判断，但即使以保守的估计来算，也会发现华新水泥股价的便宜。

最后，以笔者的一点思考作为结束。

当前市场的预期，多认为水泥价格和盈利已在高点，水泥企业的盈利不太可能继续保持增长，而更多将是趋势性下降，因而给予水泥企业较低的估值。

但，如果水泥企业能“成长”呢？

水泥企业的成长，可以依靠产能的并购、上下游产业链的延伸，从而盈利可能继续保持增长。

另外，即使当前的股价回调，水泥企业也有很强的估值支撑，回调风险是有限的，而拉长长时间来看，优秀的水泥企业能获得更好的盈利，值得更高的估值。

我们认为，当股价涨上去的时候，逻辑会自动出现来印证股价的上涨。

五、风险提示

水泥行业受宏观需求影响较大，如房地产投资、基建投资增速下滑较快，水泥需求将萎缩；供给侧政策如发生变化，则高盈利之下，水泥行业供给存在增加可能；水泥价格处于历史高位，价格的下跌，与原材料、燃料成本的上涨，都将侵蚀行业的盈利水平。

建材组团队介绍

高级分析师：师克克

武汉大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500