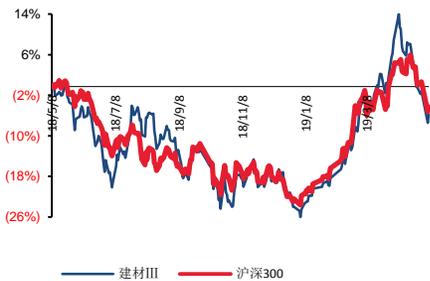


材料 材料 II

## 水泥：年报&一季报综述：景气度仍在向上，负债率新低

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

#### 相关研究报告：

《Q1 量价齐升业绩超预期，预计全年高弹性》--2019/04/25

《华新水泥：一季度业绩大幅增长，全年有望维持高景气度》--2019/04/25

《2019 年一季报点评：业绩符合预期，阴雨天气致售价有所下滑》--2019/04/22

#### 证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

#### 证券分析助理：郁晾

电话：021-58502206-8010

E-MAIL: yuliang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119010028

### 报告摘要

**水泥行业高景气，2018 及 2019Q1 盈利创新高：**2018 及 2019Q1，我国水泥需求保持良好(产量同比分别增长 3%/9.4%)，同时由于环保限产及行业自律执行强度不减，水泥行业供需格局延续了 2016 年以来的向好趋势，吨毛利达到 2008 年后最高水平。根据我们对 12 家主要 A 股上市水泥企业样本的统计，2018 及 2019Q1，上市水泥企业归母净利润同比分别增长 106.2%/54.4%，利润水平及利润率均创下历史新高，业绩增长幅度总体略超我们预期；

**现金流维持良好，负债率持续改善：**水泥业务整体量价齐升以及应收款催收执行良好，截止 2019Q1 样本企业应收账款及票据环比 2018Q4 减少 63 亿元左右，2018 及 2019Q1 水泥上市企业现金流同比大幅增长 99.9%/75.4%，与净利润增速基本同步，现金流状况维持良好，同时资产负债率持续改善。截止 2019Q1，水泥上市企业资产负债率进一步下降至 34.3%，创下 2008 年以来的新低；

**集中度进一步提升，小企业淘汰加速：**2018 年，我国水泥熟料产量比大幅下降至 1.53x，同时根据我们对 A 股及 H 股主要上市公司的统计，相关企业可比口径市场份额总和 2018 年进一步上升至 51.4%，行业集中度进一步提升，小企业的淘汰进一步加速；

**资本开支有所抬头，但相比于历史高峰仍然显著下滑：**2018 及 2019Q1，上市水泥企业资本开支同比有较大幅度提高，我们判断主要原因是：1) 产能置换及海外项目投资的增加及 2) 大型企业在混凝土、骨料等水泥产业链上的拓展。尽管资本开支有所抬头，但相比 2008-2012 年的高峰仍然有显著减少，体现了新建项目的减少。我们注意到了 2019 年底起产能置换带来的新增产能可能将密集投放，对此我们将持续跟踪；

**19H1 维持强势确定性高，19H2 预计保持稳定：**目前社融、地产基建投资等宏观指标均体现较高韧性，而自 3 月中下旬以来水泥行业触底反弹，截止 4 月底全国平均价格已反弹 11.2 元/吨左右，库存降至低位，全国总体产销率及粉磨开工率维持稳定（其中华北地区同比改善明显），因此我们认为 19H1 水泥行业维持强势的确定性较高。而由于基建补短板的基调及 19Q1 疲软的制造业投资数据，

我们认为全年货币政策不会转向，因此我们预计 2019H2 水泥行业总体仍将保持稳定，但考虑到 19H2 三四线城市房地产新开工可能存在一定压力，我们认为分地区而言，有重点工程支撑的华北及长江经济带（湖北、华东）地区是我们更加看好的地区；

**投资建议：**推荐华北、湖北供需改善核心受益标的冀东水泥及华新水泥，建议关注海螺水泥；

**风险提示：**固定资产投资低于预期，环保限产放松；

## 目录

行业延续高景气，2018 及 2019Q1 业绩创新高.....	5
供需向好行业延续高景气，华北华东表现强势.....	5
水泥企业 2018 全年及 2019Q1 业绩创新高.....	6
现金流维持良好，资产负债率持续降低.....	8
集中度提升，小企业淘汰加速.....	9
资本开支有所提高，但相比高峰仍显著下降.....	10
<b>19H1 维持强势确定性高，19H2 预计保持稳定.....</b>	<b>11</b>
2019H1 预计维持强势.....	11
2019H2 预计同比保持稳定.....	12
华北及长江经济带是我们更看好的区域.....	12

## 图表目录

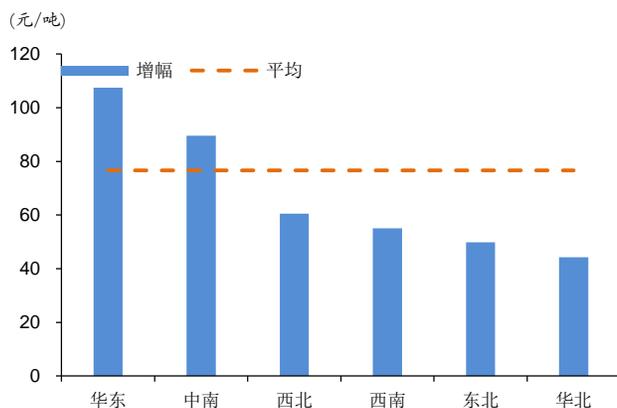
图表 1: 2018 高标水泥平均出厂价格同比增幅 .....	5
图表 2: 2019Q1 高标水泥平均出厂价格同比增幅 .....	5
图表 3: 2018 分省水泥产量同比增速 .....	5
图表 4: 2019Q1 分省水泥产量同比增速 .....	6
图表 5: 水泥企业收入-年度 .....	6
图表 6: 水泥企业收入-季度 .....	6
图表 7: 水泥企业归母净利润-年度 .....	7
图表 8: 水泥企业归母净利润-季度 .....	7
图表 9: 水泥企业扣非归母净利润-年度 .....	7
图表 10: 水泥企业扣非归母净利润-季度 .....	7
图表 11: 水泥企业净利率-年度 .....	8
图表 12: 水泥企业净利率-季度 .....	8
图表 13: 水泥企业 ROE-年度 .....	8
图表 14: 水泥企业 ROE-季度 .....	8
图表 15: 水泥企业经营净现金流-年度 .....	9
图表 16: 水泥企业经营金现金流-季度 .....	9
图表 17: 水泥企业资产负债率-年度 .....	9
图表 18: 水泥企业资产负债率-季度 .....	9
图表 19: 水泥熟料产量比 2018 年显著下降 .....	10
图表 20: A+H 重点上市公司市场份额合计 .....	10
图表 21: 重点上市公司年度水泥熟料销量及市场份额 .....	10
图表 22: 水泥企业资本开支-年度 .....	11
图表 23: 水泥企业资本开支-季度 .....	11
图表 24: 全国水泥熟料平均价格 .....	11
图表 25: 全国水泥库存 .....	11
图表 26: 全国平均水泥出货率 .....	12
图表 27: 全国平均磨机开工率 .....	12
图表 28: 2019 预计新增水泥产能 .....	12
图表 29: 华北地区高标水泥价格 .....	13
图表 30: 华北地区库存 .....	13
图表 31: 华东地区高标水泥价格 .....	13
图表 32: 华东地区库存 .....	13

## 行业延续高景气，2018 及 2019Q1 业绩创新高

### 供需向好行业延续高景气，华北华东表现强势

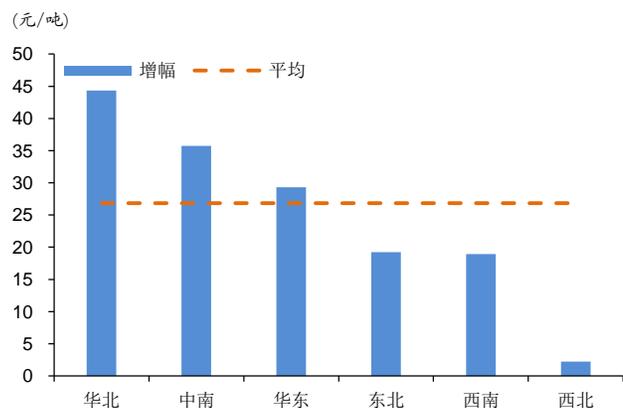
2018 年以来，由于 1) 地产投资及新开工的强势以及 2) 精准扶贫的推进对冲了基建端的疲软，全国水泥需求总体稳定增长，2018 全年及 2019Q1 全国水泥产量同比分别增长 3.0%/9.4%，同时由于环保限产及行业协同整体执行强度不减，水泥行业供需格局持续向好，高景气度得以维持。分地区而言，华北和华东是表现最好的地区。受益于基建的复苏，2018Q4 起华北水泥需求反转，价格进入上升通道，而在长三角一体化建设以及严格的环保限产执行的支撑下，华东地区水泥需求及价格在高基数背景下仍然同比改善；

图表 1: 2018 高标水泥平均出厂价格同比增幅



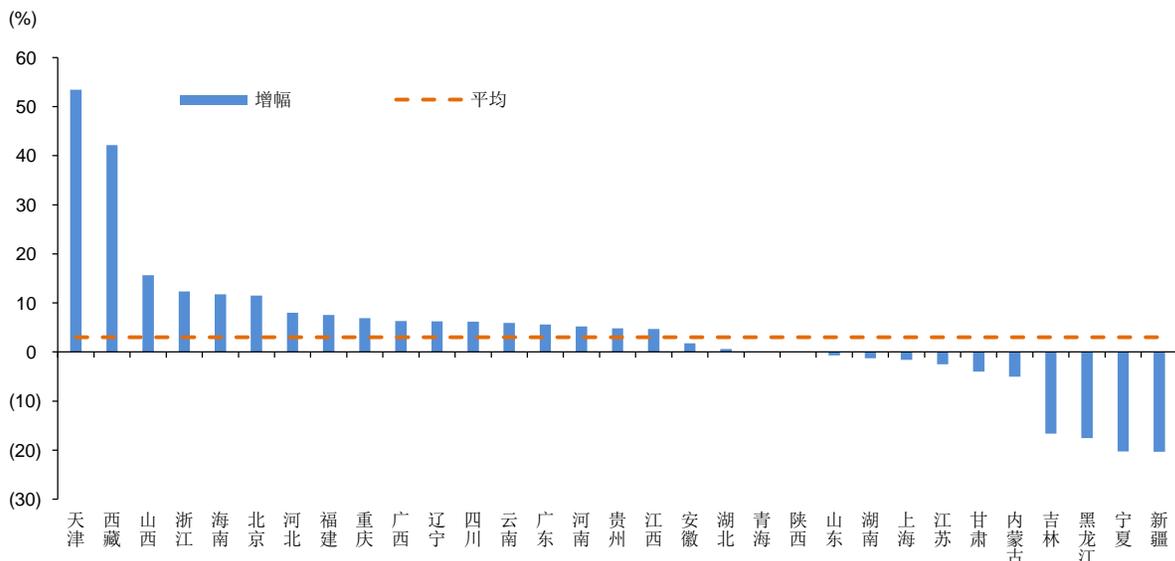
资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表 2: 2019Q1 高标水泥平均出厂价格同比增幅



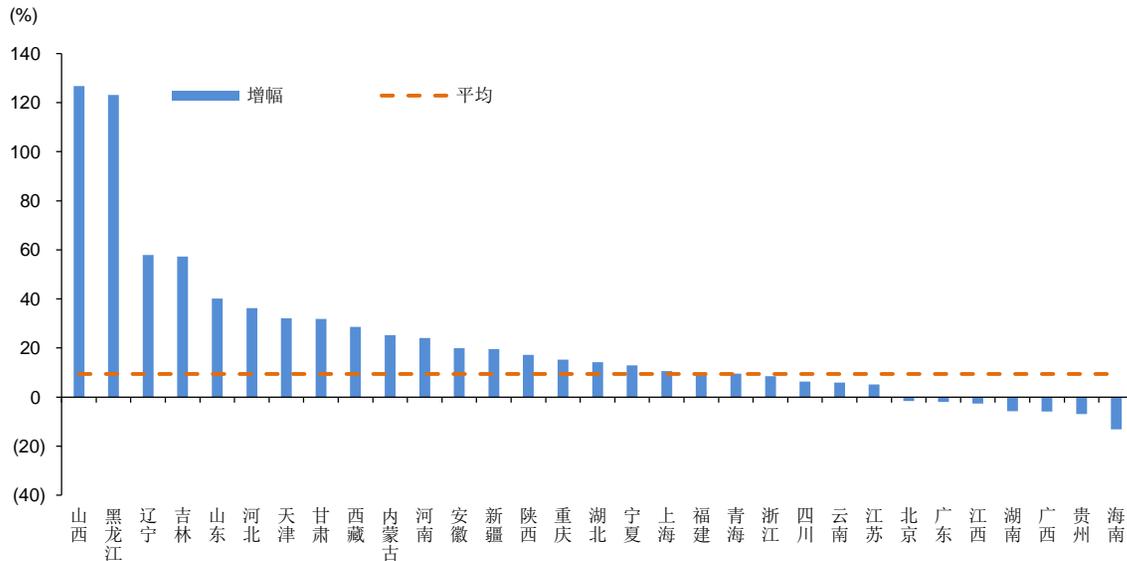
资料来源：数字水泥，太平洋证券研究院

图表 3: 2018 分省水泥产量同比增速



资料来源：数字水泥，统计局，太平洋证券研究院

图表 4：2019Q1 分省水泥产量同比增速



资料来源：数字水泥，统计局，太平洋证券研究院

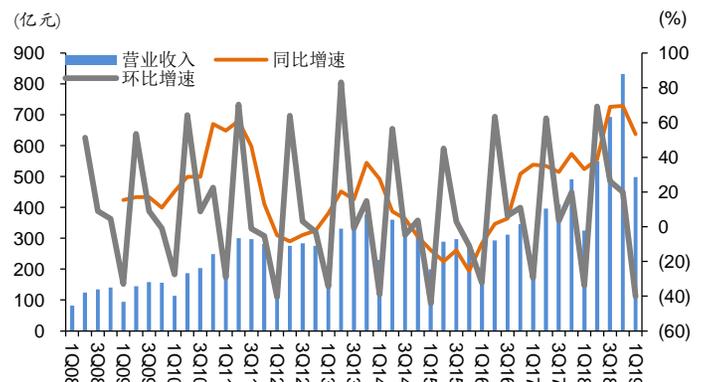
### 水泥企业 2018 全年及 2019Q1 业绩创新高

受益于水泥行业的高景气度，上市水泥企业 2018 年及 2019Q1 业绩均创下历史新高，吨毛利同样处于历史高位。根据我们对 A 股 12 家重点上市公司的统计，2018 年及 2019Q1，水泥企业实现营业收入 2400.7/497.9 亿元，同比分别增长 55.7%/53.3%，实现归母净利润 442.1/82.7 亿元，同比增长 106.2%/54.4%，净利率分别为 18.4%/16.6%，同比分别提升 4.5/0.1 个百分点（2019Q1 净利率同比改善较小的主要原因是权重较大的海螺水泥因为贸易量大幅增加利润率出现一定下滑）。

图表 5：水泥企业收入-年度



图表 6：水泥企业收入-季度



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 7: 水泥企业归母净利润-年度



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

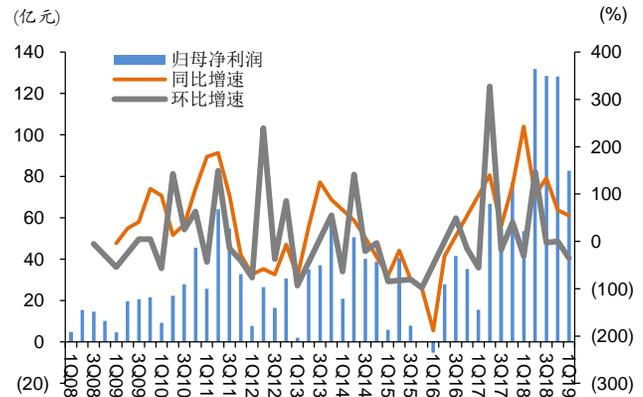
图表 9: 水泥企业扣非归母净利润-年度



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

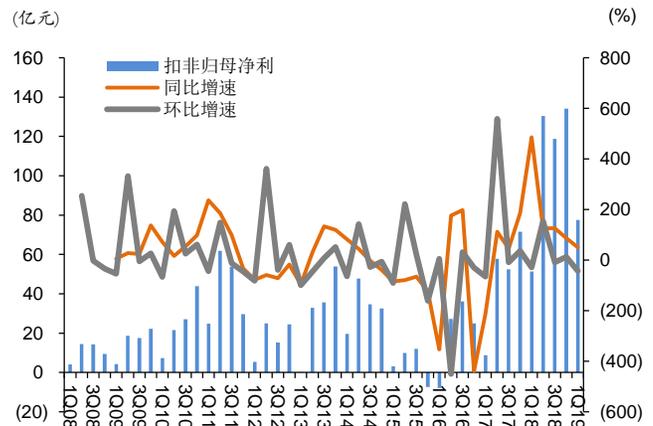
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 8: 水泥企业归母净利润-季度



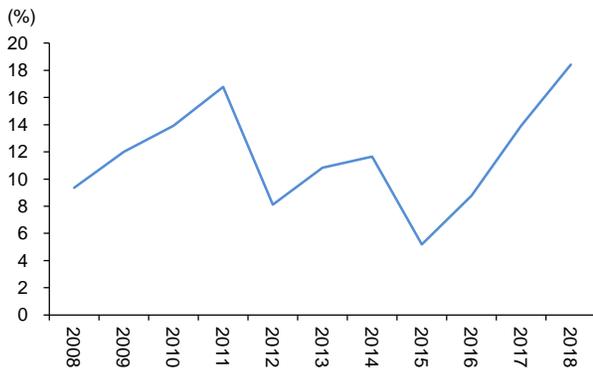
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 10: 水泥企业扣非归母净利润-季度



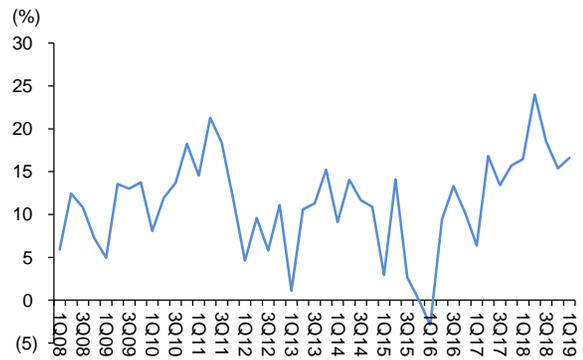
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 11: 水泥企业净利率-年度



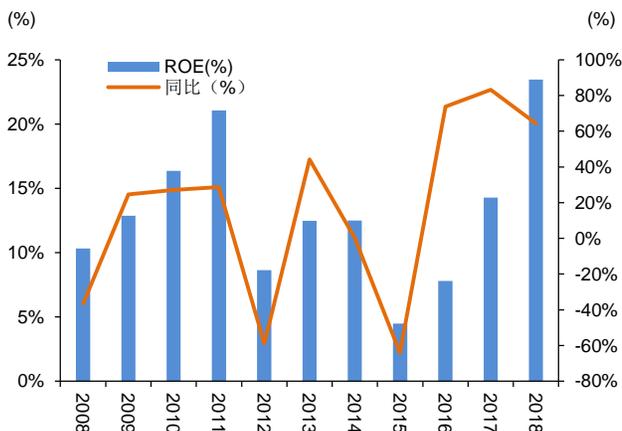
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 12: 水泥企业净利率-季度



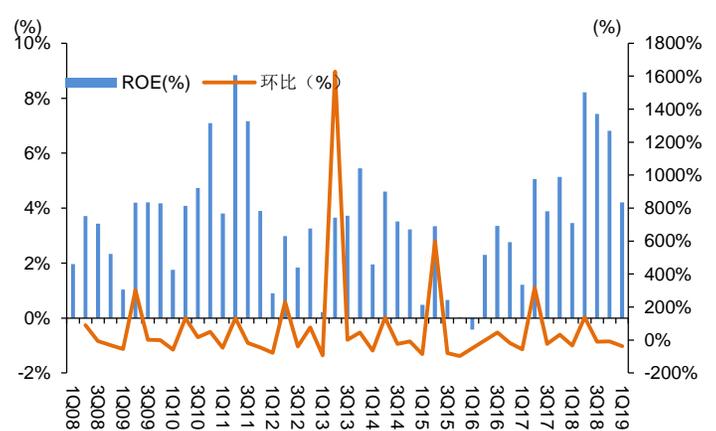
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 13: 水泥企业 ROE-年度



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 14: 水泥企业 ROE-季度



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

### 现金流维持良好, 资产负债率持续降低

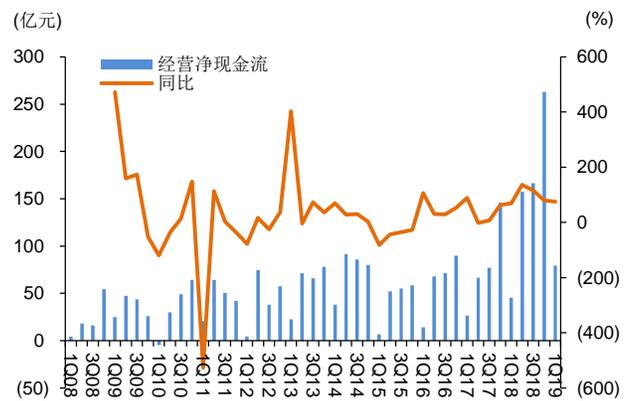
受益于水泥业务的量价齐升, 2018 上市水泥企业实现经营净现金流 632 亿元, 同比增长 99.9%, 增速与净利润增速基本同步, 现金流状况保持良好, 而根据我们统计, 2019Q1 上市水泥企业整体催款力度有所增强, 应收账款及票据环比 2018Q4 降低 63 亿元左右, 现金流状况进一步改善。2019Q1, 上市水泥企业实现经营净现金流 79 亿元, 同比增长 75.4%, 而伴随着高盈利周期的延续, 水泥企业资产负债率持续降低, 截止 2018 年底及 2019 年一季度, 水泥行业资产负债率分别位于 36.6%、34.3% 的低位。

图表 15: 水泥企业经营净现金流-年度



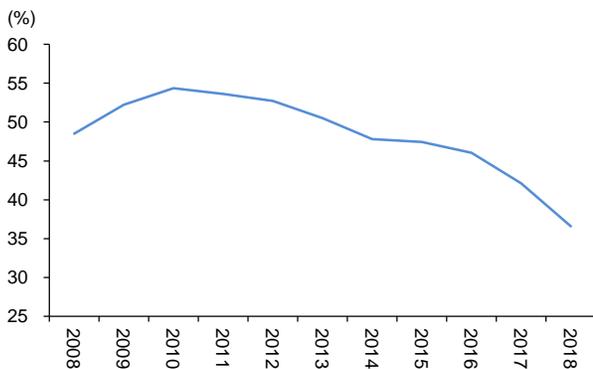
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 16: 水泥企业经营净现金流-季度



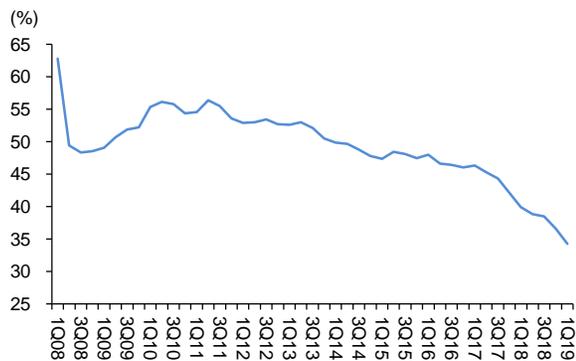
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 17: 水泥企业资产负债率-年度



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 18: 水泥企业资产负债率-季度



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

### 集中度提升, 小企业淘汰加速

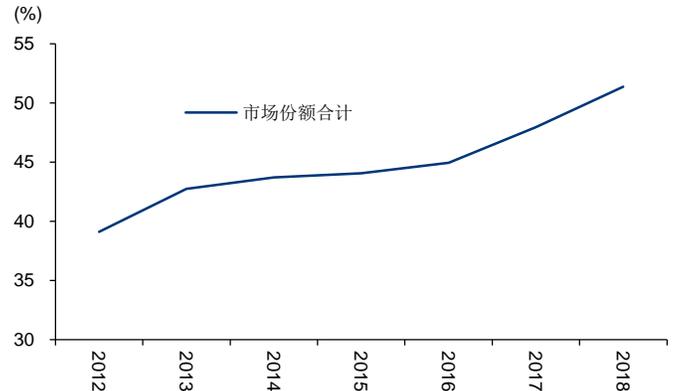
2018 年, 我国水泥熟料产量比大幅下降至 1.53x, 同时, 根据我们对于 A 股及 H 股 12 家水泥企业统计, 2018 年重点上市水泥企业可比口径市场份额总和进一步提升至 51.4%, 行业集中度稳步提升, 小企业及独立粉磨站的淘汰正逐渐加速。

图表 19: 水泥熟料产量比 2018 年显著下降



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 20: A+H 重点上市公司市场份额合计



资料来源: 数字水泥, 公司资料, 统计局, 太平洋证券研究院

图表 21: 重点上市公司年度水泥熟料销量及市场份额

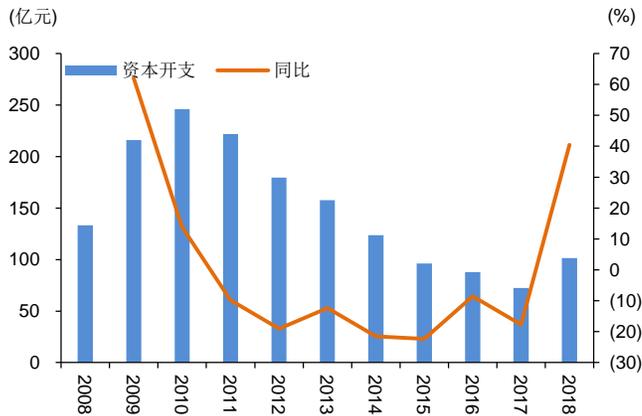
(万吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
海螺水泥 (自产自销)	18,700	22,800	24,911	25,600	27,688	29,515	29,800
中国建材集团 (中建材+中材)	29,201	36,781	37,385	35,862	37,403	37,679	36,898
金隅冀东	10,533	11,682	12,691	10,951	10,763	10,264	10,705
华润水泥	6,464	7,492	7,794	8,135	8,490	8,384	8,664
华新水泥	4,235	5,103	5,134	5,022	5,270	6,872	7,072
山水水泥	5,686	6,264	6,296	5,114	5,450	5,036	4,914
天瑞水泥	2,970	4,080	4,190	3,350	3,120	3,150	3,220
亚泥中国	2,388	2,612	2,958	3,018	3,055	2,994	3,058
万年青	1,725	2,262	2,459	2,247	2,256	2,273	2,483
西部水泥	1,430	1,820	1,770	1,710	1,780	1,910	1,820
塔牌集团	1,153	1,211	1,390	1,465	1,485	1,551	1,795
上峰水泥	966	1,135	1,247	1,022	1,240	1,444	1,430
<b>重点上市公司合计</b>	<b>85,450</b>	<b>103,243</b>	<b>108,225</b>	<b>103,496</b>	<b>108,000</b>	<b>111,073</b>	<b>111,858</b>
全国水泥产量	218,405	241,440	247,619	234,800	240,300	231,600	217,670
<b>合计市场份额</b>	<b>39.1</b>	<b>42.8</b>	<b>43.7</b>	<b>44.1</b>	<b>44.9</b>	<b>48.0</b>	<b>51.4</b>

资料来源: 数字水泥, 公司资料, 统计局, 太平洋证券研究院

### 资本开支有所提高, 但相比高峰仍显著下降

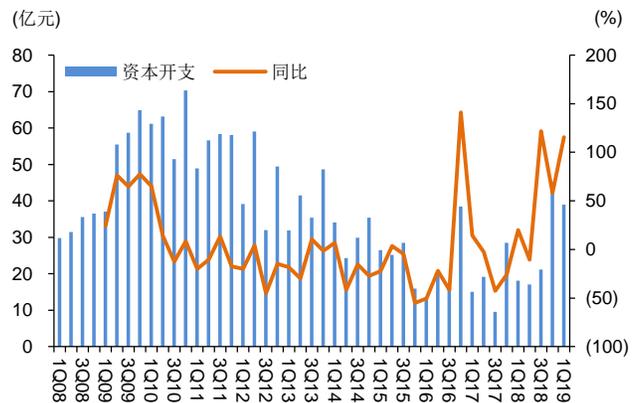
根据我们统计, 2018 及 2019Q1, 上市水泥企业资本开支 (现金流量表“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目口径) 分别达到 101/39 亿元, 同比分别增长 40.4%/115.5%, 但相较于 2008-2012 年的产能投放高峰仍然显著下降。我们判断上市水泥企业资本开支增加的主要原因是: 1) 产能置换及海外项目的推进, 2) 大企业在混凝土、骨料等产业链的拓展。

图表 22: 水泥企业资本开支年度



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 23: 水泥企业资本开支-季度



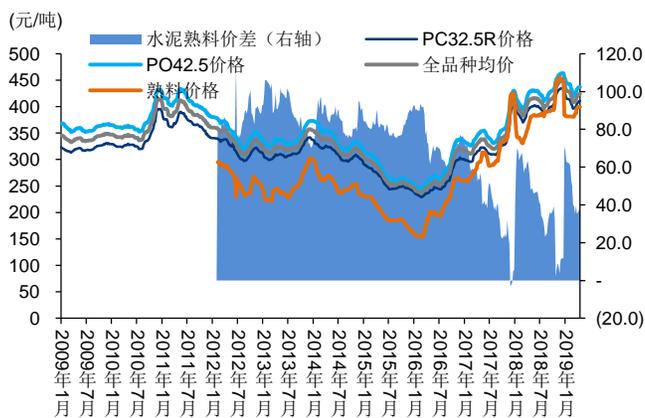
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

## 19H1 维持强势确定性高, 19H2 预计保持稳定

### 2019H1 预计维持强势

在经历了 1-2 月的低迷后, 水泥行业于 3 月中下旬起强势反弹, 3 月单月产量同比增长 22.2%, 去库存效果显著。截止 4 月底, 全国全品种水泥均价同比提升 11.2 元/吨左右, 库存保持 56.4% 低位, 磨机开工率及产销率维持稳定。由于 2019Q1 金融数据超预期且地产投资、新开工体现出较强的韧性, 我们认为 2019H1 水泥行业维持强势的可能性较高。

图表 24: 全国水泥熟料平均价格



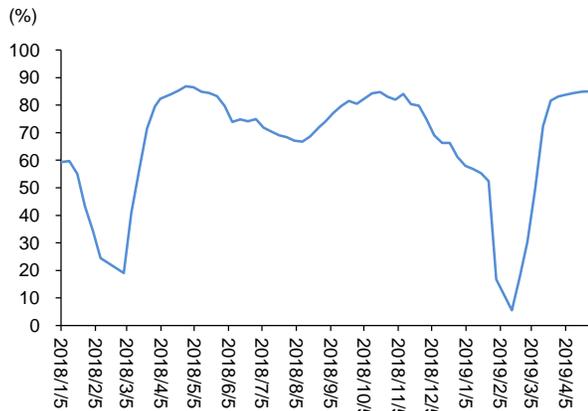
资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 25: 全国水泥库存



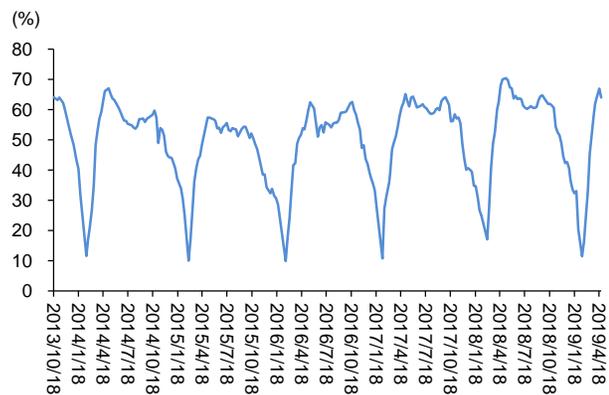
资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 26: 全国平均水泥出货率



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 27: 全国平均磨机开工率



资料来源: 卓创, 太平洋证券研究院

## 2019H2 预计同比保持稳定

尽管 2019Q1 金融数据大超市场预期且政治局会议强调了对于经济结构性改革的决心, 但考虑到 1) 制造业投资及消费数据的疲软, 2) 国家强调基建补短板以及加大精准扶贫力度, 3) 中美贸易争端短期内预计仍将持续, 我们预计 2019 年全年货币政策不会出现转向, 水泥需求总体仍将保持稳定增长。同时考虑到 1) 水泥行业错峰生产目前总体执行情况良好及 2) 2019 年水泥行业新增产能预计总体有限, 我们认为 2019H2 水泥行业仍将总体保持稳定;

图表 28: 2019 预计新增水泥产能

山西	太原市	山西西山华通水泥	5,000
辽宁	铁岭市	铁岭大伙房	5,000
福建	永安市	永安金牛	4,500
广东	梅州市	塔牌第二条万吨线	12,000
广东	韶关市	台泥韶关	6,000
广西	柳州市	鱼峰水泥七星项目	4,500
广西	玉林市	北流路宝	4,500
广西	百色市	华众建材	5,000
云南	文山	壮山实业	4,500

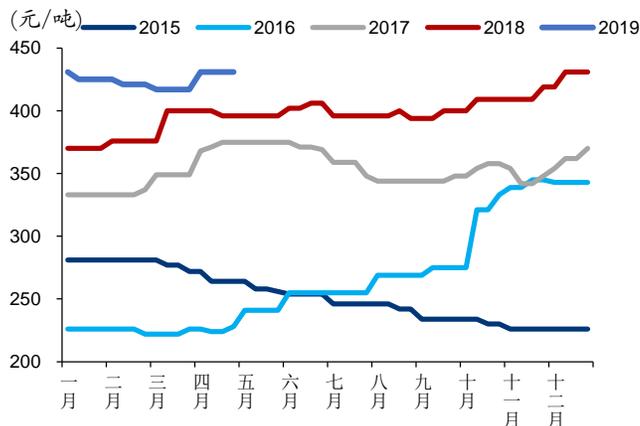
资料来源: 数字水泥, 水泥地理, 太平洋证券研究院

## 华北及长江经济带是我们更看好的区域

尽管 2019Q1 房地产行业呈现一定的复苏态势, 但我们注意到了此轮房地产的复苏主要依赖于一二线城市, 三四线城市的房地产需求仍然较为疲软, 同时考虑到三四线城市是

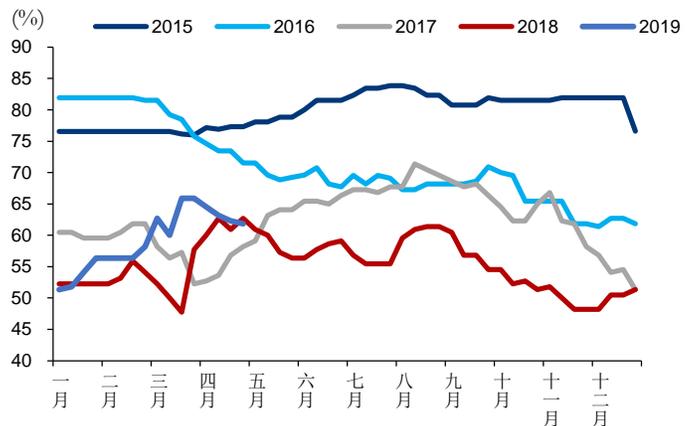
近年来我国房地产行业增量的主要来源，我们认为 2019H2 全国地产投资及新开工增速将逐渐趋缓，而全年来看有重点工程支撑的华北及长江经济带（华东、湖北）地区是我们更加看好的区域。

图表 29: 华北地区高标水泥价格



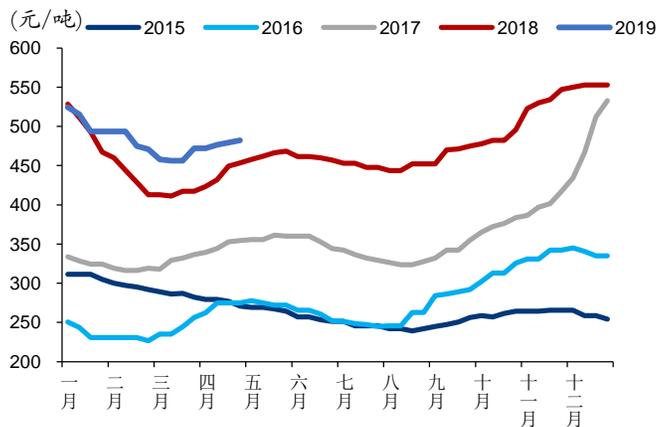
资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 30: 华北地区库存



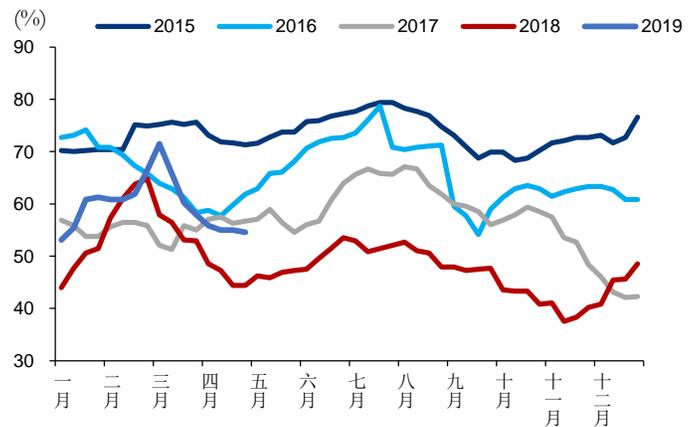
资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 31: 华东地区高标水泥价格



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

图表 32: 华东地区库存



资料来源: 数字水泥, 太平洋证券研究院

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。