

守 民
正 生
出 在
新 勤

错峰限产推动水泥自2015年进入新一轮景气周期 ——水泥产业链研究分析

分析师：杨 侃 执业证号：S0100516120001

分析师：李晓辉 执业证号：S0100518040001

2019年5月22日

风险提示：下游基建房地产投资增速下滑



1、2019年Q1水泥需求旺盛，同比增长超过16%，地产是本轮需求回暖的主因

我国的水泥表观需求量从1999年以来经历了快速增长期和高位平台期两个阶段：快速增长期的年化复合增速超过10%，峰值24.8亿吨出现在2014年；之后水泥总需求已进入高位平台期，约为22-24亿吨。从月度产量同比增速数据来看，2018年6月以来，水泥月度产量同比增速回暖到正值。2019年3月水泥需求同比增长超过16%，增速为过去两年以来的最高水平。目前水泥需求旺盛，华北、东北水泥需求增长最快。测算2019年水泥需求同比增加6.95%。2019年Q1房地产投资增速超10%，基建增速延续2018年Q3之后的低位反弹趋势，增速约3%，低于房地产增速，表明2019年Q1水泥需求旺盛主要是房地产需求快速增加而引起的。

2、淘汰落后产能力度减小，水泥产能主要受错峰限产影响

水泥及熟料新增产能在2010年达到顶峰，此后新增产能逐渐减少；同时，水泥淘汰落后产能的规模在2012年达到顶峰，之后也不断减少。一去一增相抵之后，水泥产能净增长已经处于历史低位，熟料产能增长率接近于0。在淘汰落后产能力度减小之后，影响水泥供给的主要因素是错峰限产政策。2015年错峰限产之后，水泥供给也已进入平台期。

3、错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）增厚行业利润，2019年Q1水泥价格及价差为近五年高位

我国的水泥价格主要受到错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）两个方面的影响，2015年之后错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨，水泥行业利润明显增厚，2018年行业净利润459亿，同比增长99%。2019年Q1水泥价格超过440元/吨，为2015年以来一季度历史同期的最高位，几乎翻倍。2018年以来，水泥煤炭价差就处于近五年的高位，2018年底最高达到了约290元/吨，2019年Q1水泥煤炭价差在240元/吨的高位。

4、重点公司：推荐华新水泥，塔牌集团；建议关注海螺水泥，青松建化，天山股份，上峰水泥，祁连山。

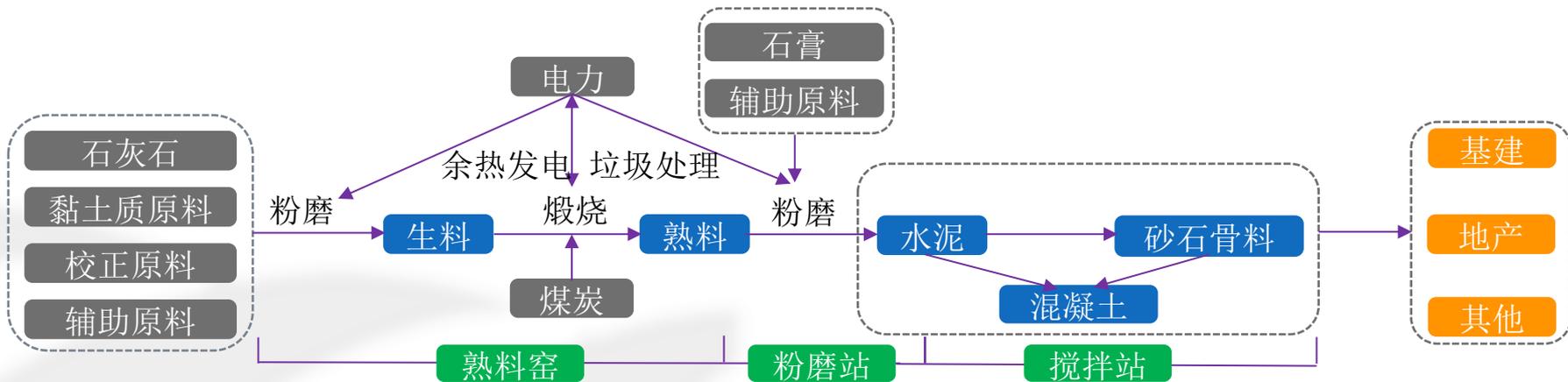
1. 水泥产业链介绍

1.1 “两磨一烧”的水泥生产过程

1.2 水泥产业是典型的 “短腿” 周期性行业

1.1 “两磨一烧”的水泥生产过程

水泥产业链流程图



资料来源：民生证券研究院整理

■ 水泥生产包括三个主要环节（生料粉磨、回窑煅烧、熟料粉磨）

以石灰石和黏土为主要原料，还会掺加校正原料或辅助原料，经破碎、配料、磨细制成生料，然后喂入水泥窑中煅烧成熟料，再将熟料加适量石膏、辅助原料磨细即得水泥，生产过程可简称为“两磨一烧”。煤既是燃料，燃烧后的灰分又作为原料成为熟料的一部分。在煅烧阶段，还可开展水泥窑协同处置废弃物的环保业务以及利用余热进行发电。

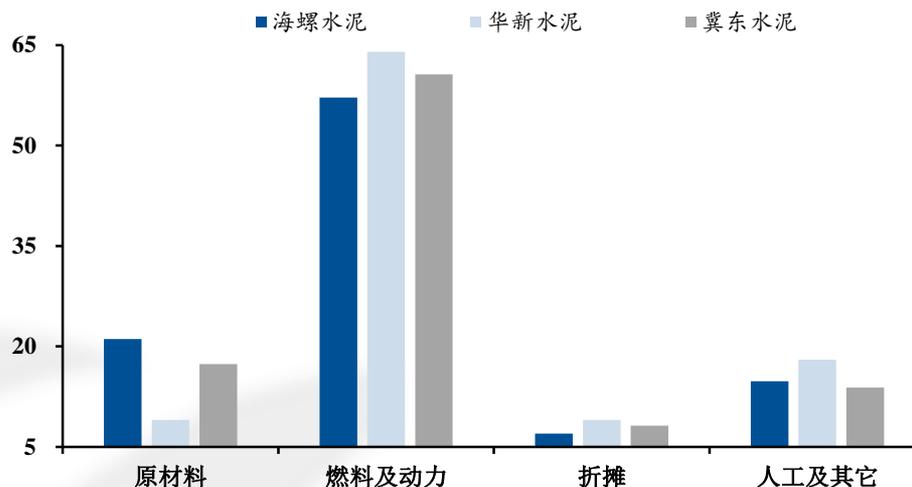
■ 水泥不能长期储存，运输半径较小，不同厂家产品的差异性较小

水泥按用途及性能可分为通用、专用和特性水泥三种，其中通用水泥主要为六大类：硅酸盐水泥（P·I和P·II）、普通硅酸盐水泥（P·O）、矿渣硅酸盐水泥（P·S）、火山灰质硅酸盐水泥（P·P）、粉煤灰硅酸盐水泥（P·F）和复合硅酸盐水泥（P·C），六大水泥以MPa表示的抗折强度等级来细分，如32.5、32.5R、42.5、42.5R等，R代表在早期就能产生较高的抗折强度。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

1.2水泥产业是典型的“短腿”周期性行业

煤炭在熟料成本中占比最大



资料来源：公司年报，民生证券研究院整理

■ 水泥产业是周期性行业

产业链上游主要是煤炭等，下游主要是基建、地产和新农村建设等，由于上下游产业均具有周期性，从而水泥产业也具有周期性。此外受冬季、雨季、春节等因素影响，水泥产业具有季节性。受保质期短、运输成本、矿山资源等影响，水泥行业还具有区域性，运输半径不超250公里，具有短腿的特点。

■ 成本和需求均受周期的影响

上游煤炭、石灰石等矿产资源稀缺，煤炭和电力成本在水泥熟料成本中占比超过50%，煤电价格的周期性变动对水泥行业成本及利润的影响较大；下游房地产和基建的建设需求均有周期性波动，但并非同步变化。

2. 本轮地产转好促使水泥需求旺盛

2.1 水泥总需求已进入高位平台期（22-24亿吨）

2.2 19年Q1水泥需求旺盛，同比增长16%

2.3 19年Q1华北、东北水泥需求增长最快

2.4 19年Q1下游房地产和基建需求转好

2.5 19年年初房地产投资增速超10%

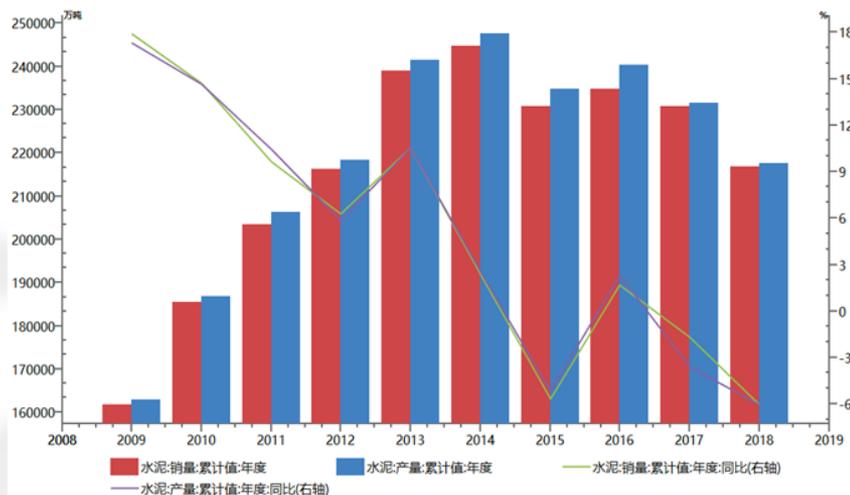
2.6 19年Q1基建增速低位反弹

2.7 19年Q1中、西部固定资产投资增速明显

2.8 预测2019年水泥需求同比增加6.95%

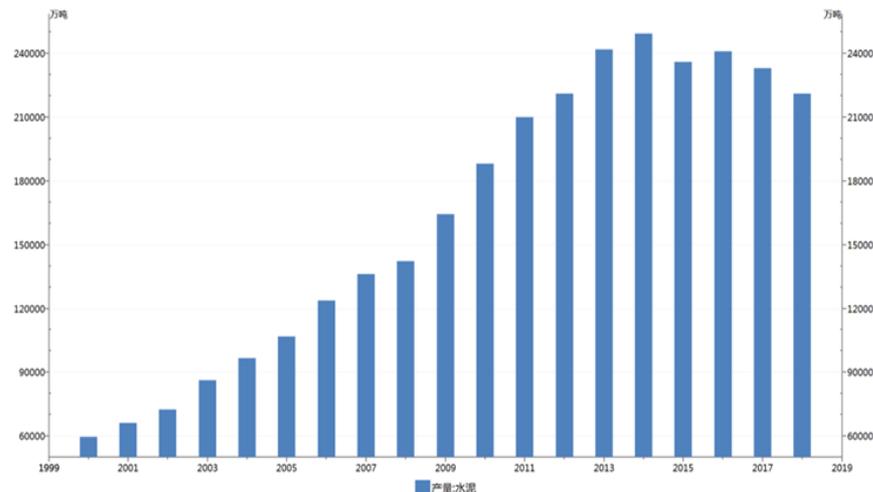
2.1 水泥总需求已进入高位平台期（22-24亿吨）

水泥需求和供给同步变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

水泥产量



资料来源: wind, 民生证券研究院

■ 水泥总需求可由总产量来反映

水泥保质期较短, 库存较少, 设备停产和复工所需时间较短, 企业可以根据市场需求调节生产, 因此其需求量和产量基本保持一致。2004-2018年, 水泥销量占产量的比重平均为97.69%。因此可以从产量角度来观察水泥需求的变化。

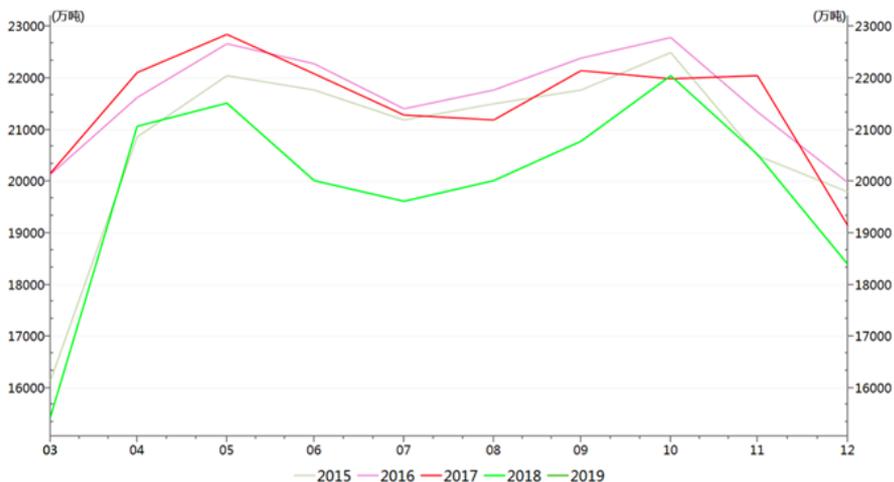
■ 水泥总需求由快速上升期进入平台期

2000年至2014年, 水泥行业需求处于快速上升期, 产量年均复合增长率超过10%, 在2014年, 水泥产量达到峰值24.9亿吨。之后, 水泥产量进入平台期, 2015年-2018年维持在22.1-24.1亿吨之间。

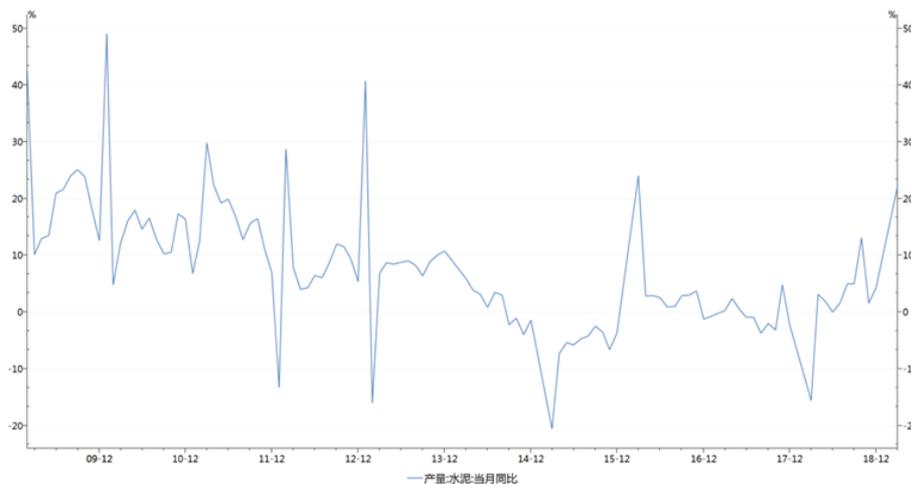
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

2.2 19年Q1水泥需求旺盛，同比增长16%

水泥春、秋季节需求量大



19年水泥产量同比增长16.37%



资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

■ 水泥春秋季节需求量大

19年3月，水泥产量为17971.10万吨，在近五年3月份产量中处于较高水平。4、5月份和9、10月份是每年产量的高峰，由于水泥行业需求和产量基本一致的特点，这也就意味着春、秋季节是水泥需求的高峰。

■ 19年3月水泥需求同比增长16.37%

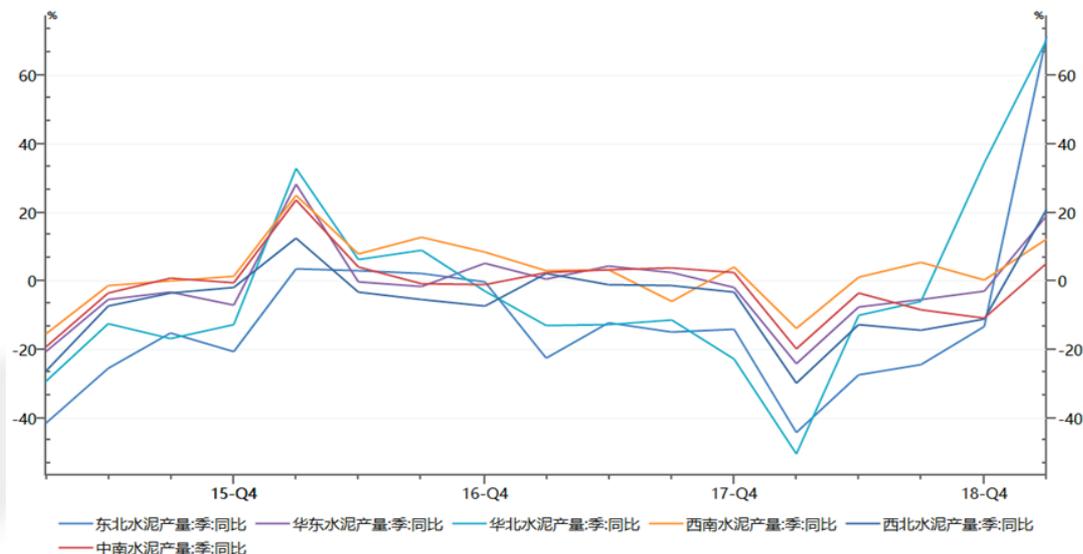
从月度产量同比增速数据来看，我国水泥产量自2018年6月以来，月度产量同比增速回暖到正值。19年3月水泥产量同比增长16.37%，增速为过去两年以来的最高水平。

2.3 19年Q1华北、东北水泥需求增长最快

我国六大地理划分（未计入港澳台）

华东	上海、江苏、浙江、安徽、江西、山东、福建
华北	北京、天津、山西、河北、内蒙古
中南	河南、湖北、湖南、广东、广西、海南
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆
东北	黑龙江、吉林、辽宁

各地区水泥需求同步变化



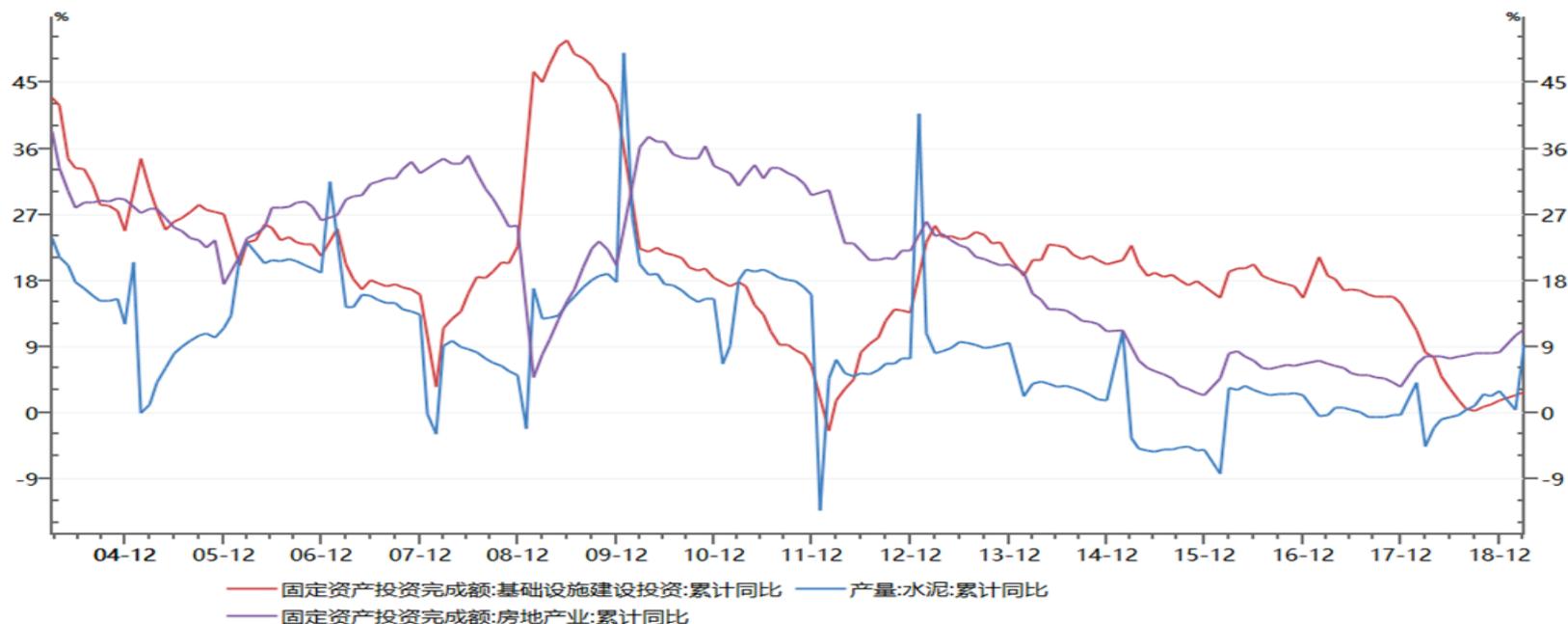
资料来源：民生证券研究院整理

资料来源：wind，民生证券研究院

■ 19年Q1各地水泥需求同比均增加，华北、东北地区水泥需求增长最快

从各地水泥产量的季度数据来看，我国六大地区的水泥需求量同比增速的变化基本一致，19Q1各地区的水泥需求量同比均为上涨，其中华北、东北同比增幅最大，超过70%；西北和华东地区19Q1同比也有20%左右的增速；西南地区近一年的水泥需求量波动较小；中南地区19Q1同比略有增长。

2.4 19年Q1下游房地产和基建需求转好



资料来源: wind, 民生证券研究院

■ 水泥需求主要受房地产和基建开发的共同影响

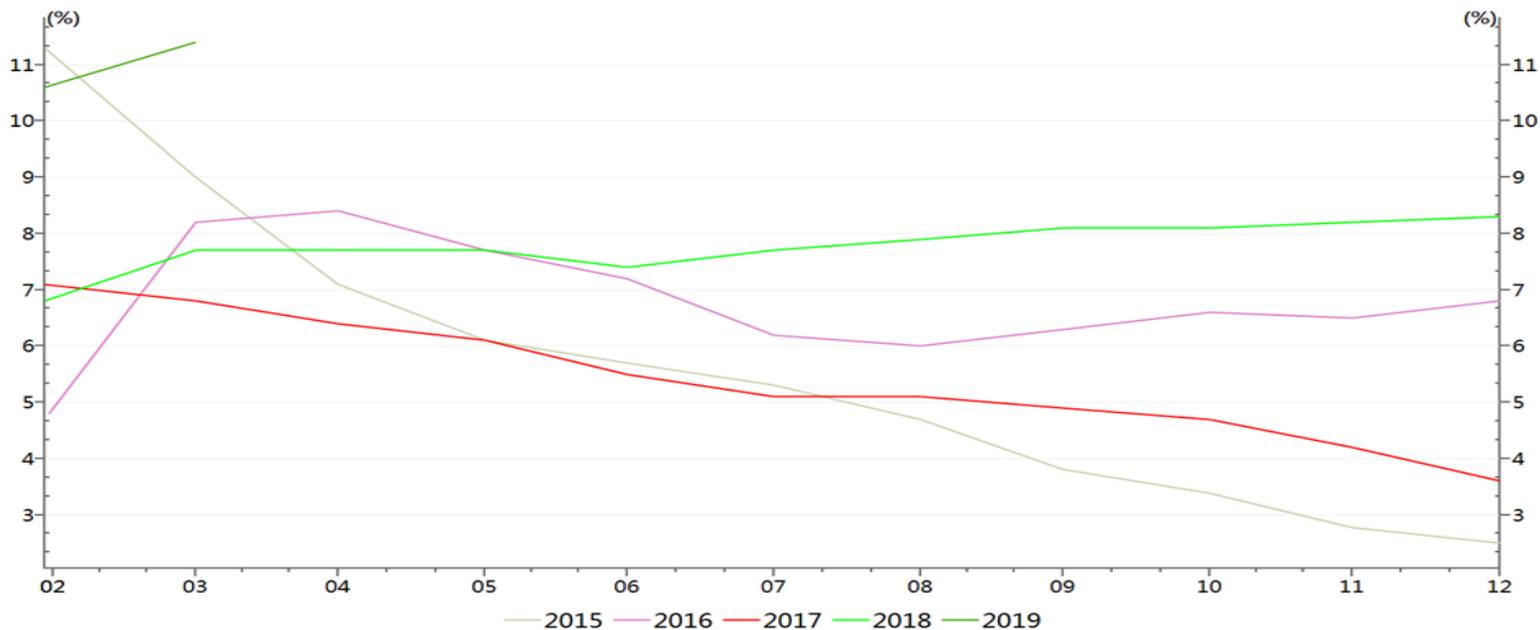
房地产端约占水泥需求的25%-35%，基建端约占水泥总需求的30%-40%，水泥总需求受房地产和基建开发的共同影响。

■ 19年Q1水泥下游房地产和基建需求转好

18年Q3之后，基建增速触底略微反弹，19年Q1基建增速延续上涨趋势；同时房地产需求增速在19年Q1由平稳转向增加，且增速大幅超过基建增速，下游需求扩张促使19年Q1水泥需求旺盛。

2.5 19年年初房地产投资增速超10%

固定资产投资完成额:房地产业:累计同比

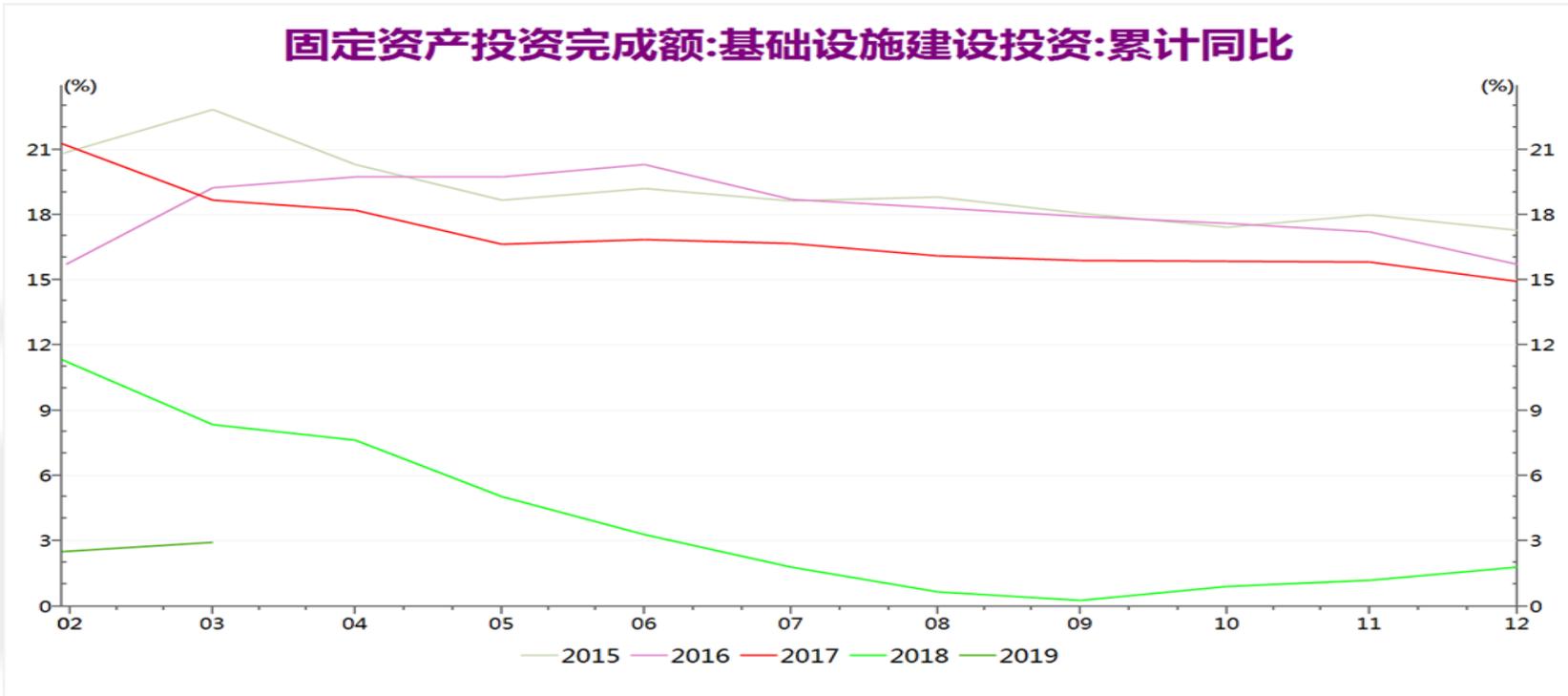


资料来源: wind, 民生证券研究院

■ 19年年初房地产投资增速超10%，处于近几年的高位

15年和17年全年房地产投资增速呈下滑趋势，16年房地产投资增速波动较大，18年房地产投资增速稳中略升，18年12月增速为8.3%。而19年2月房地产投资增速为10.60%，3月份增速继续扩大到11.40%，处于近几年的高位。

2.6 19年Q1基建增速低位反弹



资料来源: wind, 民生证券研究院

■ 19年Q1基建增速延续18年Q3以来的低位反弹趋势

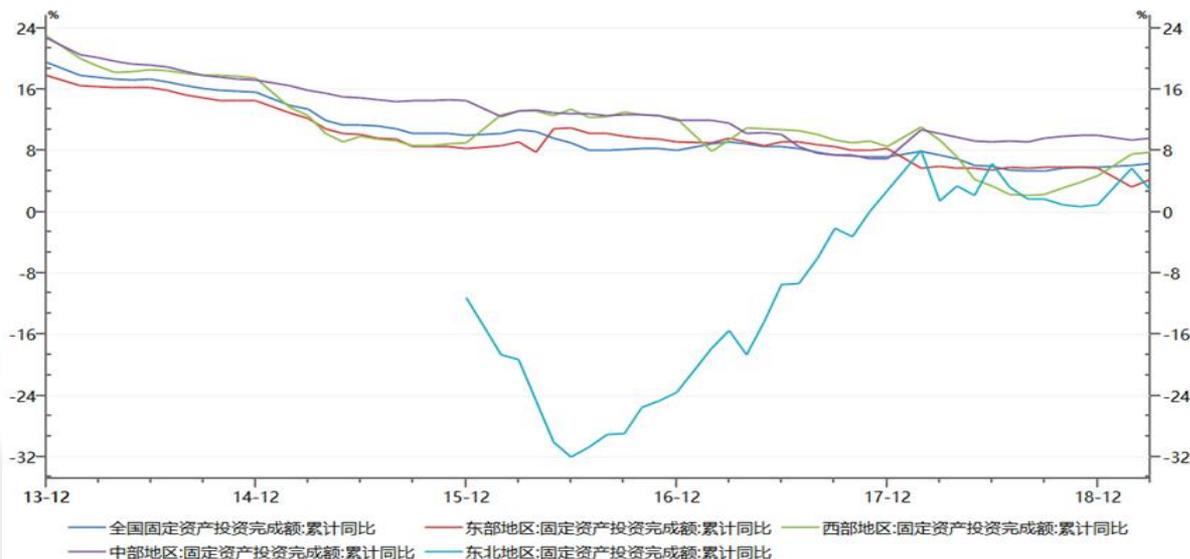
15年、16年和17年全年基建增速保持在15%以上, 而18年前三季度基建增速不断下跌, 接近0增速, 在Q3之后触底反弹。19年年初基建增速延续低位反弹趋势, 增速约3%, 相较房地产增速10%处于较低水平, 说明19年Q1水泥需求旺盛主要是房地产需求快速增加而引起的。

2.7 19年Q1中西部固定资产投资增速明显

我国四大区域划分 (未计入港澳台)

中部地区	山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南
东部地区	北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南
西部地区	内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆
东北地区	黑龙江、吉林、辽宁

各地区固定资产投资额增速变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

资料来源: 民生证券研究院整理

■ 近五年固定资产投资额增速整体呈下降趋势

近五年全国固定资产投资额增速整体呈下降趋势，其中东北地区16年下半年开始固定资产投资额止跌回升，17年底开始正增长；中部地区固定资产投资额增速相较于其他地区处于较高水平；西部地区增速波动较大，18年增速先跌后涨；东部地区增速较为平稳。

■ 19年Q1中部、西部地区固定资产投资增速明显

19年前两个月，固定资产投资额增速最大的仍为中部地区，接近10%；其次为西部地区8%左右；东北地区增速有所下降；东北地区和东部地区增速均低于6%左右的全国增速。

2.8 预测2019年水泥需求同比增加6.95%

时间	GDP现价(亿元)	固定资产投资占GDP的比重	固定资产投资额(不含农户)(亿元)	每亿元固定资产投资所需水泥(万吨)	水泥需求量(万吨)	需求同比
2016A	740,060.80	0.8060	596,500.75	0.3935	234,738.06	1.71%
2017A	820,754.30	0.7696	631,683.96	0.3654	230,810.16	-1.67%
2018A	900,309.50	0.7060	635,636.00	0.3412	216,870.28	-6.04%
2019E	956,700.00	0.7606	727,625.72	0.3188	231,937.91	6.95%
2020E	1,016,972.10	0.7606	773,466.14	0.3028	234,222.50	0.98%
2021E	1,081,041.34	0.7606	822,194.50	0.2877	236,529.59	0.98%

资料来源：民生证券研究院整理

■ 测算假设

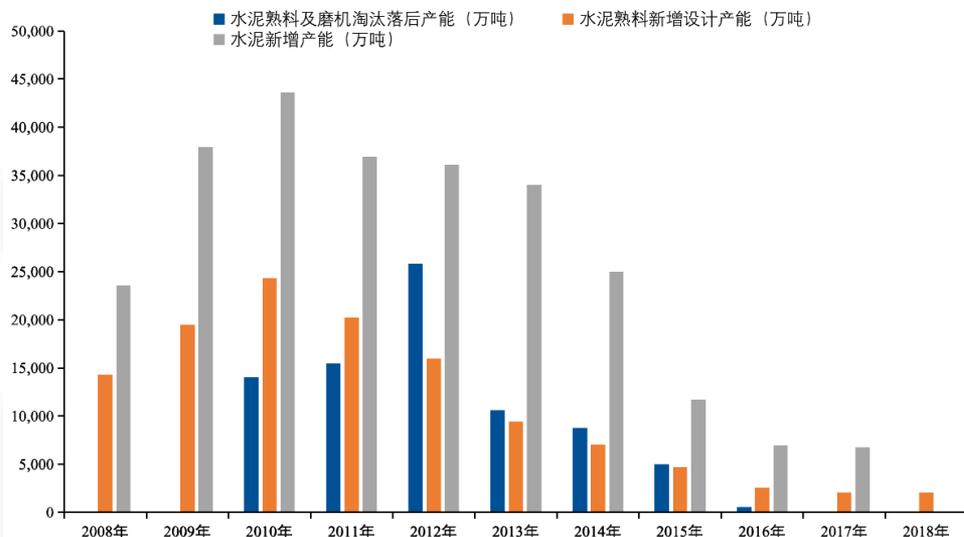
- ✓ 未来三年GDP增速为6.3%。
- ✓ 2019年固定资产投资占GDP的比重取近三年的平均值，2020年和2021年该比重与2019年保持一致。
- ✓ 水泥销量除以固定资产投资额得到每亿元固定资产投资水泥需求量，该值每年递减，近三年平均递减量为6.57%，则2019年每亿元固定资产投资水泥需求量=2018年每亿元固定资产投资水泥需求量*（1-6.57%）。
- ✓ 2020年和2021年每亿元固定资产投资水泥需求量的递减量与2019年相比边际减小，假设为5%。

3. 水泥产能已进入平台期，政策影响较大

- 3.1 水泥熟料新增与淘汰落后产能的量均减少，产能相对稳定
- 3.2 当前影响水泥供给的因素主要为错峰限产政策
- 3.3 水泥行业供给集中度不断提高

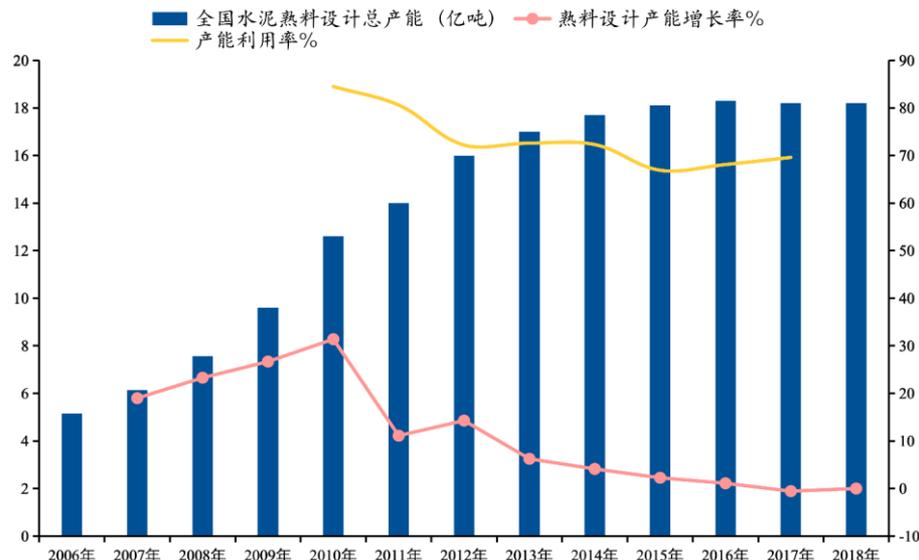
3.1 水泥行业产能进入了平台期

水泥熟料新增与淘汰落后产能的量均减少



资料来源: Wind, 民生证券研究院

水泥熟料产能增长率接近于0



资料来源: Wind, 中国水泥协会, 民生证券研究院

■ 水泥行业新增产能和淘汰产能的量均减少, 水泥行业产能进入了平台期

水泥及熟料新增产能在2010年达到顶峰, 此后新增产能逐渐减少; 同时, 水泥淘汰落后产能在2012年达到顶峰, 之后也不断减少。一去一增相抵之后, 水泥产能净增长已经处于历史低位, 熟料产能增长率接近于0。2017年和2018年, 水泥熟料产能均稳定在18.2亿吨, 产能已由快速上升期进入了平台期。2010年-2015年由于产能过剩, 水泥熟料的产能利用率由84.5%下降到2015年的66.9%。在淘汰落后产能和错峰限产政策的影响下, 产能利用率开始回升, 2017年为69.6%。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

3.2 当前影响水泥供给的因素主要为错峰限产

淘汰落后产能政策梳理

政策及其特点	落后水泥窑产能的界定	落后粉磨产能的界定
2005年发改委《产业结构调整指导目录2005》，首次对水泥进行落后产能界定	1、窑径2.2米及以下水泥机械化立窑 2、窑径2.5米及以下水泥干法中空窑（生产特种水泥除外） 3、水泥石（蛋）窑、普通立窑	直径1.83米以下水泥粉磨设备
2010年《国务院关于进一步淘汰水泥落后产能工作的通知》，扩大淘汰落后产能的范围，增加淘汰水泥湿法窑	1、窑径3.0米以下水泥机械化立窑 2、窑径2.5米以下水泥干法中空窑（生产高铝水泥除外） 3、水泥石（蛋）窑、普通立窑 4、水泥湿法窑（主要用于处理污泥、电石渣的除外）	直径3.0米以下的水泥磨机（生产特种水泥的除外）
2011年发改委《产业结构调整指导目录2011》，继续扩大淘汰落后产能的范围，增加淘汰立波尔窑	1、窑径3米及以上水泥机械化立窑 2、干法中空窑（生产高铝水泥、硫铝酸盐水泥等特种水泥除外） 3、湿法窑 4、立波尔窑	直径3米以下水泥粉磨设备

资料来源：中国水泥研究院，民生证券研究院

错峰限产政策梳理

时间	错峰限产政策
2014. 12. 1	东北三省水泥企业统一开始水泥错峰生产
2015. 11. 13	国家工信部、环保部《关于在北方采暖地区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，标志着错峰生产工作在政府部门的指导下全面展开
2016. 5. 5	国务院《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，明确要求将“推进错峰生产”作为压减产能过剩的重要手段加以实施
2016. 7. 18	山东省水泥企业的夏季错峰生产正式拉开帷幕
2016. 10. 25	国家工信部、环保部《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，对2016年至2020年期间水泥错峰生产提出具体要求
2017. 7. 14	南方的浙江省开始错峰生产，水泥错峰生产开始在全国范围内全面实施
2018. 6. 27	国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，提高错峰限产比例或实施停产

资料来源：民生证券研究院整理

■ 当前影响水泥供给的因素主要为错峰限产政策

2005年发改委首次对水泥落后产能从工艺和规模角度进行界定，之后不断扩大淘汰落后产能的范围，2011年之后落后产能的范围再无增加。2014年底首次出现错峰限产政策，范围由冬季扩展到夏季，地区由北方扩大到南方，政策总体偏紧，且常态化。随着新增和淘汰落后产能数量的不断减少，当前影响水泥供给的因素主要为错峰限产政策，该政策对于控量稳价，平滑价格季节性波动，改善盈利有积极意义。

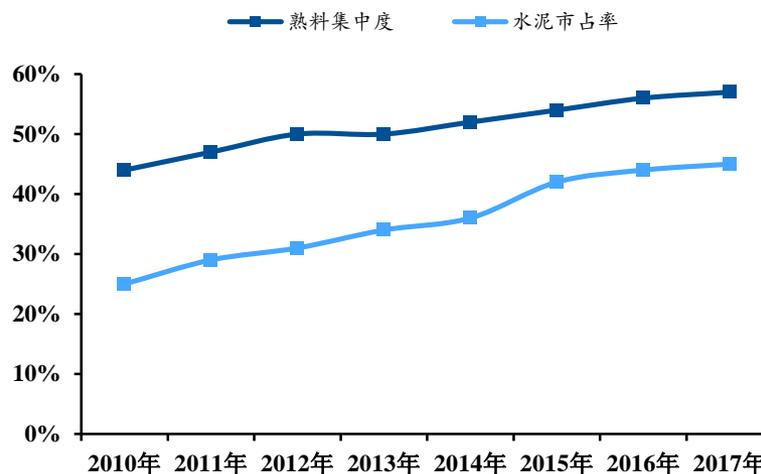
3.3 水泥行业供给集中度不断提高

2017年中国水泥熟料产能前十的企业

排名	集团企业名称（联合体）	熟料产能（万吨/年）
1	中国建材集团有限公司	39,376
2	安徽海螺水泥股份有限公司	20,736
3	唐山冀东水泥股份有限公司（含金隅）	10,432
4	华润水泥控股有限公司	6,526
5	华新水泥股份有限公司（含双马）	6,417
6	山东山水水泥集团有限公司	5,419
7	红狮控股集团有限公司	4,644
8	台湾水泥股份有限公司	4,067
9	天瑞水泥集团有限公司	3,395
10	亚洲水泥（中国）控股公司	2,062

资料来源：中国水泥协会，民生证券研究院

水泥熟料产能集中度（CR10）



资料来源：中国水泥协会，民生证券研究院

■ 水泥的行业集中度不断提升

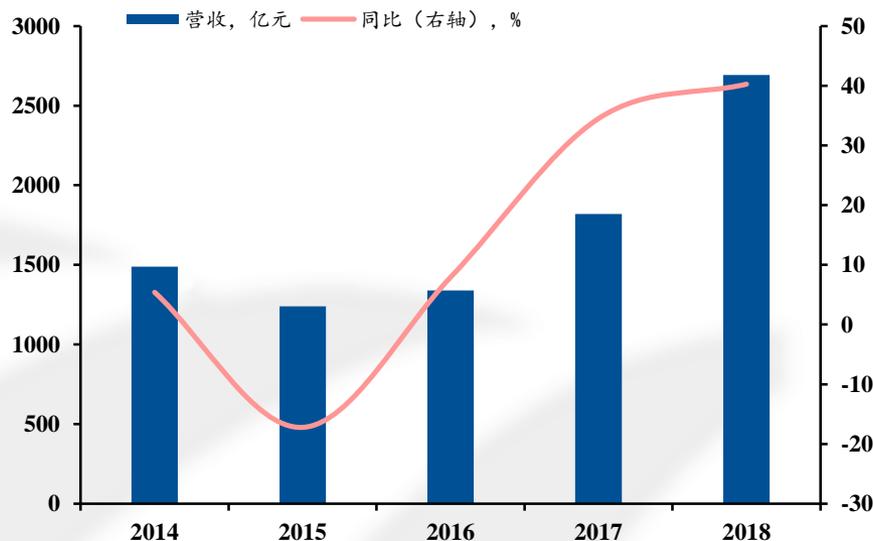
在淘汰落后产能和错峰限产政策的影响之下，2010年-2017年中国水泥熟料产能前十的企业，其产能集中度和市占率都不断提升。2017年底，熟料产能前十企业的行业集中度为57%，水泥的市占率为45%。随着行业集中度的不断提升，大企业的对水泥产品价格的掌控能力也有所加强。中国水泥协会制定的《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》提出前十大企业集团的熟料产能集中度达到70%以上的目标。

4. 水泥价格高位运行，盈利大幅提升

- 4.1 18年水泥板块营收净利同比大幅提升
- 4.2 18年水泥板块盈利改善，资产负债率降至39%
- 4.3 19年Q1水泥价格为近五年最高（440元/吨）
- 4.4 19年Q1华东、中南地区水泥价格较高（500元/吨）
- 4.5 19年Q1水泥煤炭价差处于高位（240元/吨）

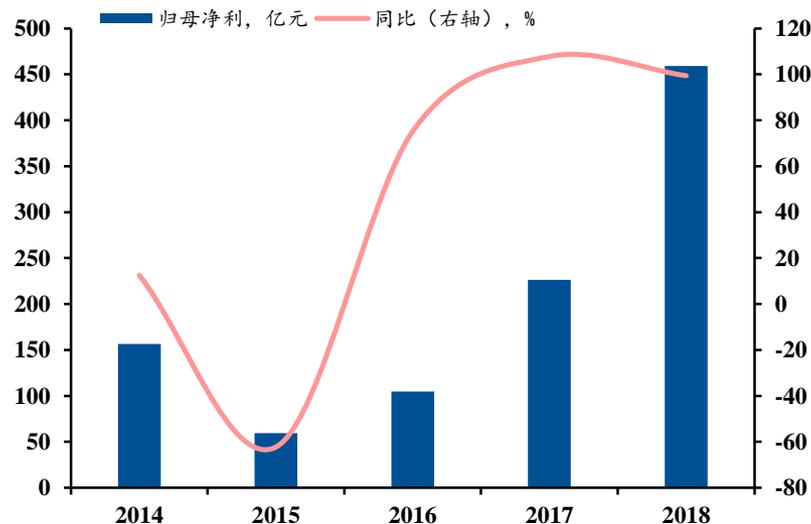
4.1 水泥板块营收净利同比大幅提升

水泥板块营收及增长率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

水泥板块归母净利润及增长率



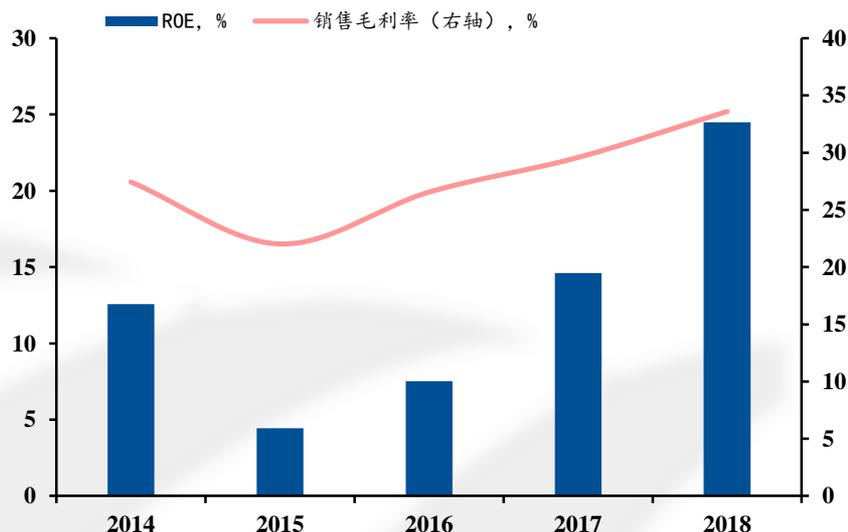
资料来源: Wind, 民生证券研究院

■ 水泥受益地产回暖及限产，营收净利同比大幅提升

错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨，水泥行业利润明显增厚。水泥板块2018年营收和净利润继续保持增长，其中营收2,692亿，同比增长40%，净利润459亿，同比增长99%。从过去5年的数据对比来看，2015年是明显的行业底部，2016年至今水泥板块营收、归母净利润、ROE和毛利率等都明显回升。2018年营收增速略有提升，净利增速有所放缓。

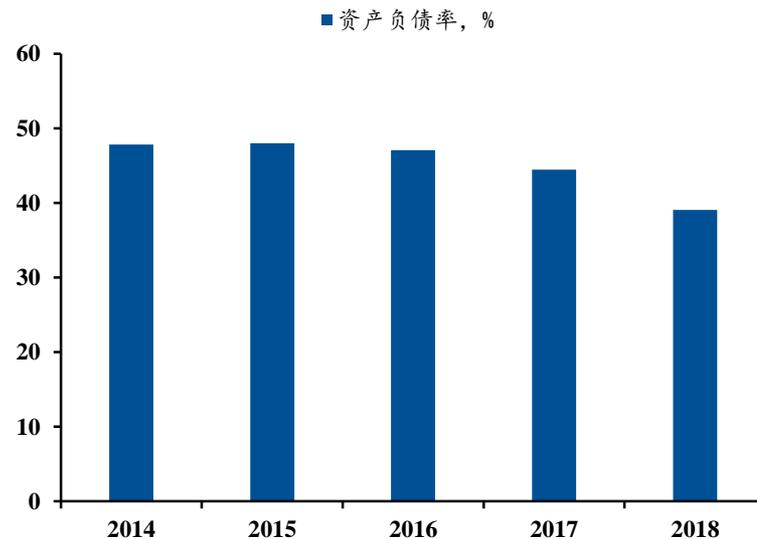
4.2 水泥板块盈利改善，资产负债率降至39%

水泥板块ROE及毛利率



资料来源：Wind, 民生证券研究院

水泥子板块资产负债率

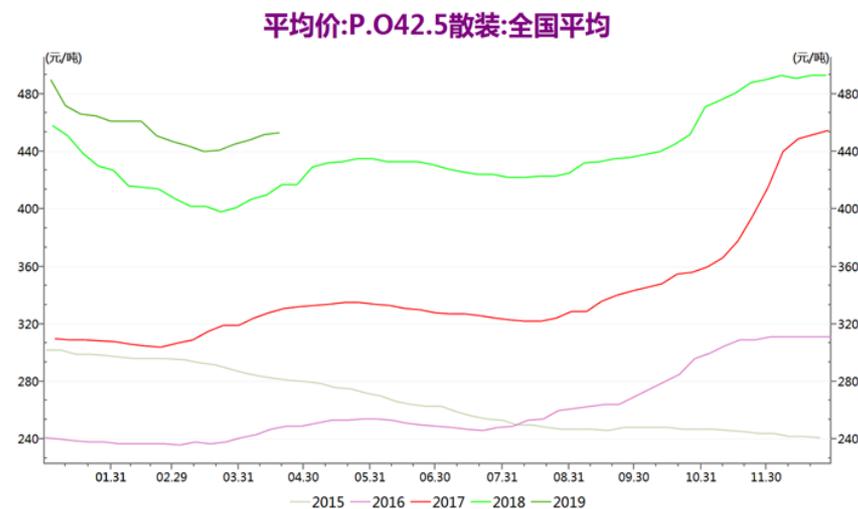
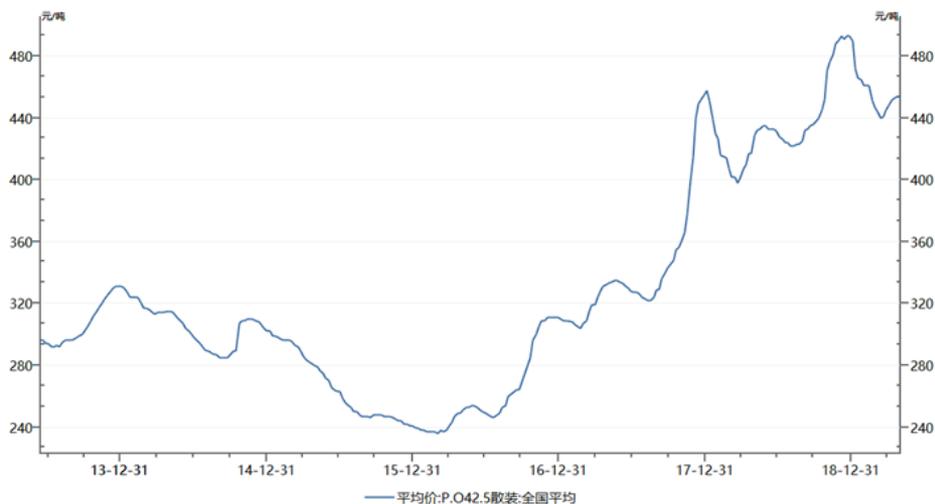


资料来源：Wind, 民生证券研究院

■ 水泥板块盈利改善后资产负债率下降至40%以下

2018年水泥板块ROE为24%（同比提升9%），毛利率为34%（同比提升4%）。得益于盈利的整体提升，板块整体资产负债率过去5年处于下降趋势，2018年的资产负债率仅为39%，相对2014年的48%，下降了9%。

4.3 19年Q1水泥价格为近五年最高（440元/吨）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

资料来源：Wind, 民生证券研究院

■ 从15年底开始水泥价格就处于上升通道

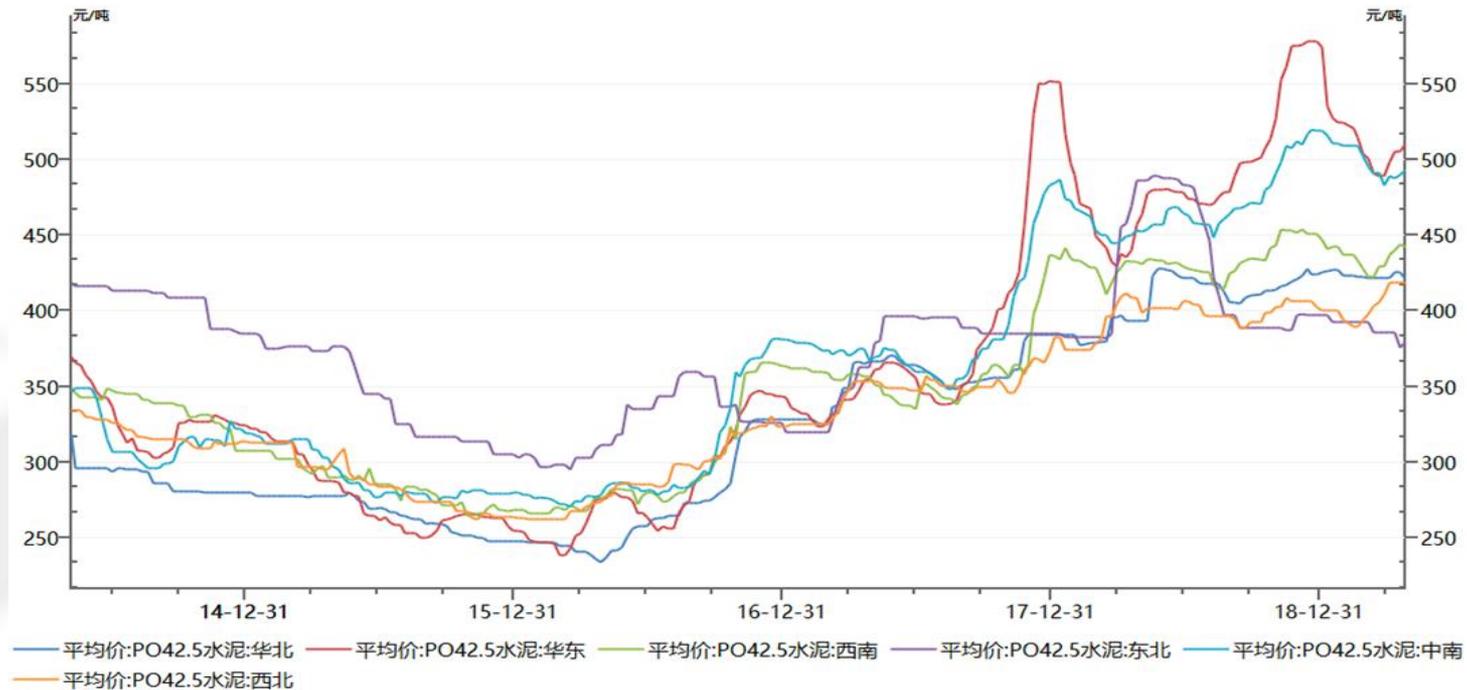
15年是近五年水泥价格的最低点，从15年底开始水泥价格就处于上升通道，由240元/吨上涨至最高超过480元/吨，几乎翻倍。我国的水泥价格主要受到错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）两个方面的影响，15年之后错峰限产叠加地产扩张周期的需求增长导致了水泥价格的上涨。

■ 19年Q1水泥价格为15年以来的最高位

18年水泥价格相较17年大幅上涨，在18年价格高位的基础之上，19年水泥价格继续上涨。19年Q1水泥价格超过440元/吨，为15年以来的一季度历史同期的最高位。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

4.4 19年Q1华东、中南水泥价格较高（500元/吨）



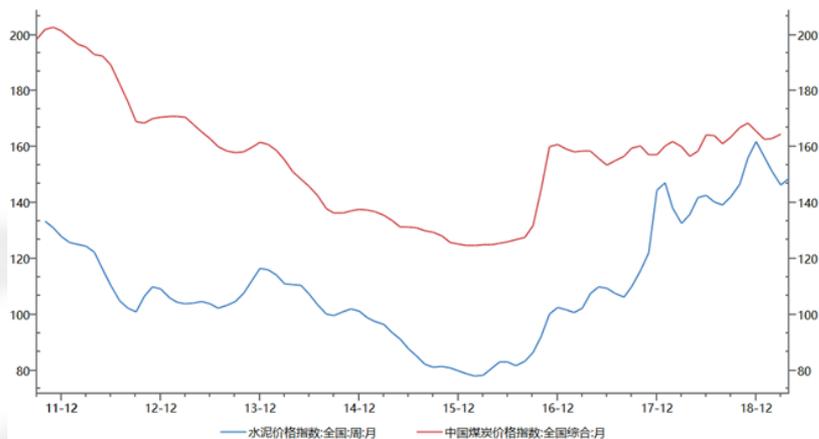
资料来源：Wind, 民生证券研究院

■ 19年Q1华东、中南地区水泥价格在500元/吨的高位

19年3月份以来，除东北地区水泥价格略有下降外，其他五个地区水泥价格均有所上涨，其中华东、中南地区的水泥价格较高，在每吨500元左右；西南地区水泥价格大约为450元/吨；西北和华北地区水泥价格在420元/吨左右；东北地区水泥价格在380元/吨左右。

4.5 19年Q1水泥煤炭价差处于高位（240元/吨）

水泥价格随煤炭价格波动



资料来源: Wind, 民生证券研究院

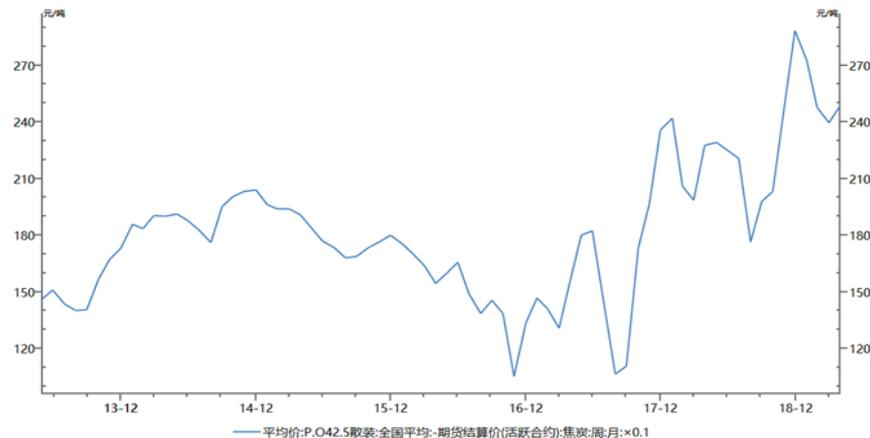
■ 水泥价格跟随煤炭价格波动

水泥价格整体上随煤炭价格的波动而波动，但17年煤价较为平稳，而水泥价格大幅上升，主要是受水泥价格主要受到错峰限产（供给）和地产增速扩张（需求）两个方面的影响。

■ 19年Q1水泥煤炭价差处于高位

根据《GB 16780-2012 水泥单位产品能源消耗限额》，吨水泥耗煤约为0.1吨，吨水泥煤炭价差=吨水泥均价-0.1*吨煤炭均价。18年以来，水泥煤炭价差就处于近五年的高位，18年底最高达到了约290元/吨，19年Q1水泥煤炭价差在240元/吨的高位，水泥行业盈利状况明显改善。

水泥煤炭价差



资料来源: Wind, 民生证券研究院

5. 重点公司：华新水泥，塔牌集团等

股票代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019/5/21	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600425	青松建化*	3.72	0.26	-	-	14.3	-	-	-
000877	天山股份*	10.33	1.18	1.50	1.60	8.8	6.9	6.5	-
600585	海螺水泥*	38.14	5.63	5.87	6.00	6.8	6.5	6.4	-
000672	上峰水泥*	11.73	1.81	2.13	2.31	6.5	5.5	5.1	-
600720	祁连山*	7.87	0.84	1.10	1.23	9.4	7.2	6.4	-
600801	华新水泥	25.26	3.46	3.84	4.02	7.3	6.6	6.3	推荐
002233	塔牌集团	11.13	1.52	1.80	2.00	7.3	6.2	5.5	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院，*盈利预测为wind一致预期

青松建化：当前具备水泥产能超过1500万吨，是新疆生产建设兵团最大的水泥生产企业。

天山股份：公司目前熟料产能2,994.6万吨，水泥产能3,866万吨，余热发电能力153MW，商品混凝土产能1,500万方，是西北地区最大的水泥生产企业。

海螺水泥：公司现有熟料产能2.52亿吨，水泥产能3.53亿吨，骨料产能3,870万吨，商品混凝土60万立方米。预计2019年新增水泥产能约400万吨（不含并购），新增骨料（含机制砂）产能1,700万吨。公司水泥产能处于行业领先地位。

上峰水泥：公司目前水泥熟料年产能约1,200万吨，水泥约1,100万吨。

祁连山：公司目前熟料产能超过1,400万吨，水泥产能超过1,850万吨，骨料产能超过27万吨，商品混凝土产能超过97万方，为甘青藏区域最大的水泥生产企业，在甘肃市场占有率达42%，在青海市场占有率达24%。

华新水泥：公司目前水泥产能近1亿吨/年、商品混凝土2330万立方/年、骨料2500万吨/年、综合环保墙材1.2亿块/年、水泥设备制造5万吨/年、砂浆5万吨/年、水泥包装袋5亿只/年及废弃物处置550万吨/年（含在建）。2019年预计新增骨料产能1,300万吨。公司为西南水泥龙头。

塔牌集团：公司目前水泥产能2000万吨，股息率7%。

5.1 2019年水泥行业预期PE最低的为上峰水泥

股票代码	公司	股票现价	EPS			PE		
		2019/5/21, 元	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600585.SH	海螺水泥*	39.45	5.63	5.87	6.00	7.0	6.7	6.6
600801.SH	华新水泥	27.75	3.46	3.84	4.02	8.0	7.2	6.9
601992.SH	金隅集团*	3.6	0.31	0.41	0.43	11.6	8.8	8.4
000401.SZ	冀东水泥*	16.45	1.10	1.92	2.19	15.0	8.6	7.5
002233.SZ	塔牌集团	11.28	1.45	1.67	1.86	7.8	6.8	6.1
000877.SZ	天山股份*	11.11	1.18	1.50	1.60	9.4	7.4	6.9
000672.SZ	上峰水泥*	12.22	1.81	2.13	2.31	6.8	5.7	5.3
000789.SZ	万年青*	14.29	1.85	2.25	2.37	7.7	6.4	6.0
600720.SH	祁连山*	8.57	0.84	1.10	1.23	10.2	7.8	7.0
600425.SH	青松建化*	4.11	0.26	-	-	15.8	-	-
600449.SH	宁夏建材*	8.58	0.90	0.93	1.02	9.5	9.2	8.4
600802.SH	福建水泥*	8.09	0.88	-	-	9.2	-	-

资料来源: wind, 民生证券研究院, *盈利预测为wind一致预期

从PE来看, 2018年水泥行业的平均PE是7.55, 2019年Q1, 行业的平均PE是9。2019预期行业平均PE为8.98, 2020E为7.82 (Wind)。个股里, 2019预期PE最低的为上峰水泥, 其次为万年青和海螺水泥。

5.2 2019年水泥行业预期PB最低的为天山股份

股票代码	公司	股票现价	BPS			PB		
		2019/5/21, 元	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600585.SH	海螺水泥*	39.45	21.26	24.86	28.65	1.9	1.6	1.4
600801.SH	华新水泥	27.75	11.13	14.28	17.27	2.5	1.9	1.6
601992.SH	金隅集团*	3.6	4.00	5.74	6.08	0.9	0.6	0.6
000401.SZ	冀东水泥*	16.45	8.61	11.50	13.57	1.9	1.4	1.2
002233.SZ	塔牌集团	11.28	7.53	8.72	10.00	1.5	1.3	1.1
000877.SZ	天山股份*	11.11	8.01	8.95	10.00	1.4	1.2	1.1
000672.SZ	上峰水泥*	12.22	4.25	6.45	8.74	2.9	1.9	1.4
000789.SZ	万年青*	14.29	6.57	8.35	10.00	2.2	1.7	1.4
600720.SH	祁连山*	8.57	7.42	8.24	9.12	1.2	1.0	0.9
600425.SH	青松建化*	4.11	3.2	-	-	1.3	-	-
600449.SH	宁夏建材*	8.58	10.14	10.84	11.69	0.8	0.8	0.7
600802.SH	福建水泥*	8.09	2.24	-	-	3.6	-	-

资料来源: wind, 民生证券研究院, *盈利预测为wind一致预期

从PB来看, 2018年Q4水泥行业的平均PB是1.25, 2019年Q1, 行业的平均PB是1.67。个股里, 2019预期PB最低的为宁夏建材, 其次为金隅集团和祁连山。

5.3 从产能弹性角度，推荐冀东水泥

代码	公司名称	股票现价 2019/5/21, 元	PE			PB			水泥产能弹性 万吨/亿元	覆盖区域
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
600585.SH	海螺水泥*	39.45	7.0	6.7	6.6	1.9	1.6	1.4	17.5	华东；中部，东部
600801.SH	华新水泥	27.75	8.0	7.2	6.9	2.5	1.9	1.6	26.4	中南；中部
601992.SH	金隅集团*	3.6	11.6	8.8	8.4	0.9	0.6	0.6	45.0	华北；东部
000401.SZ	冀东水泥*	16.45	15.0	8.6	7.5	1.9	1.4	1.2	71.1	华北；东部
002233.SZ	塔牌集团	11.28	7.8	6.8	6.1	1.5	1.3	1.1	13.6	华南；东部
000877.SZ	天山股份*	11.11	9.4	7.4	6.9	1.4	1.2	1.1	35.7	西北；西部
000672.SZ	上峰水泥*	12.22	6.8	5.7	5.3	2.9	1.9	1.4	11.5	华东；东部
000789.SZ	万年青*	14.29	7.7	6.4	6.0	2.2	1.7	1.4	31.5	华南；东部
600720.SH	祁连山*	8.57	10.2	7.8	7.0	1.2	1.0	0.9	-	西北；西部
600425.SH	青松建化*	4.11	15.8	-	-	1.3	-	-	29.2	西北；西部
600449.SH	宁夏建材*	8.58	9.5	9.2	8.4	0.8	0.8	0.7	53.4	西北；西部
600802.SH	福建水泥*	8.09	9.2	-	-	3.6	-	-	38.7	华东；东部

资料来源：wind，民生证券研究院，*盈利预测为wind一致预期

从水泥产能弹性来看，当前水泥产能弹性最大的为冀东水泥，其次为宁夏建材。按照主营收入来源占比确定的业务主要覆盖区域。前面分析指出，2019年Q1华北和东北水泥需求增长较快，关注冀东水泥；中部和西部地区固定资产投资增速明显，关注华新水泥、海螺水泥；华东、中南水泥价格较高，关注上峰水泥和华新水泥。受西部大开发政策对基建的刺激，关注青松建化。综合考虑，建议重点关注青松建化，天山股份，海螺水泥，上峰水泥，祁连山和华新水泥，推荐水泥产业链完整，区域投资增速较快，区域水泥价格较高的华新水泥。

• 分析师简介

杨侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石油化工、建材等方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名。

李晓辉：本科毕业于西北大学，研究生毕业于中国石油大学（北京），化学工艺专业。2010年8月至2016年2月在中石化北京燕山分公司工作，从事炼油及化工生产技术研究。2016年3月加入民生证券，从事石化、建材等方向研究。

分析师承诺：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。