

# 2019H1 历史新高，估值修复可期

## 水泥行业 2019 年中报总结

- 2019H1 行业盈利创新高。**我们选取了 12 家 A 股上市公司作为样本对水泥行业 2019 年中报进行了分析。2019H1 水泥需求保持良好（产量同比增长 6.8%），同时环保限产同比并未明显放松，从而行业高景气得以延续，并使得 2019H1 多数上市公司实现量价齐升。我们统计的重点水泥企业上半年实现归母净利润 241.1 亿元，创下上半年业绩的历史新高。
- 需求强劲，结构上北方更强。**受益于基建补短板及地产低库存带来的投资韧性，2019H1 水泥需求保持强劲，在环保限产同比未明显放松的情况下水泥产量同比增长 6.8%，增速创 2013 年后的上半年新高。而就结构而言，2019H1 北方企业销量、吨毛利同比改善幅度更大。
- 资产负债表持续改善。**由于高盈利的持续及部分企业大规模偿还债务，2019H1 重点水泥企业资产负债率环比 2018 年底继续下降 3.7 个百分点至 32.9%，流动比率环比 2018 年底提升 11.2% 至 1.6 倍，资产负债表持续改善。
- 资本开支有所抬头。**2019H1 重点水泥企业资本开支合计 69 亿元，同比增长 96.4%，创 2014 年以来半年度新高。我们判断资本开支抬头的主要原因是：1) 龙头企业产业链拓展及海外扩张，2) 部分企业在需求高增长区域新建产能及 3) 产能置换的推进。
- 2019H2 预计维持强势，估值修复可期。**由于 2020 年专项债额度提前下发及专项债新规下资金确定性增强，我们认为 2019H2 起基建投资增速预计回暖，而地产开工增速也将因为当前的低库存总体保持稳定，因此我们认为 2019H2 水泥行业高景气仍将维持。目前 A 股主要水泥企业 2019PE 估值为 6-8 倍，在高盈利周期延续的背景下估值或迎来修复。
- 投资建议。**建议投资者关注核心资产及华北基建复苏两条主线，推荐海螺水泥，华新水泥，冀东水泥。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-83025915

### 盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	重点公司 EPS (元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600585	海螺水泥	41.73	买入	5.63	6.02	6.17	6.32	7.42	6.94	6.77	6.61
600801	华新水泥	19.88	买入	2.47	3.25	3.40	3.51	8.04	6.13	5.85	5.67
000401	冀东水泥	16.03	买入	1.10	2.79	3.01	3.15	14.56	5.75	5.32	5.08

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 2019H1 盈利创新高 .....	3
2. 需求强劲，结构上北方更强 .....	5
3. 资产负债表持续改善，现金流保持良好 .....	6
4. 资本开支有所抬头 .....	7
5. 2019H2 高景气预计延续，把握核心资产及基建复苏主线 .....	7

## 图表目录

图 1 重点水泥企业收入：半年度 .....	3
图 2 重点水泥企业收入：季度 .....	3
图 3 重点水泥企业归母净利润：半年度 .....	3
图 4 重点水泥企业归母净利润：季度 .....	3
图 5 重点水泥企业扣非归母净利润：半年度 .....	4
图 6 重点水泥企业扣非归母净利润：季度 .....	4
图 7 水泥月度产量 .....	4
图 8 P042.5 水泥全国平均出厂价 .....	4
图 9 水泥库存 .....	5
图 10 重点水泥企业 ROE .....	5
图 11 主要 A 股上市企业 2019H1 水泥熟料销量同比增幅 .....	5
图 12 主要 A 股上市企业 2019H1 水泥熟料吨毛利同比增幅 .....	6
图 13 重点水泥企业资产负债率 .....	6
图 14 重点水泥企业流动比率 .....	6
图 15 重点水泥企业经营净现金流-半年度 .....	7
图 16 重点水泥企业资本开支-半年度 .....	7
图 17 发改委公示批复重点项目投资额 .....	8
图 18 2018 新增专项债用途划分 .....	8

## 1. 2019H1 盈利创新高

我们选取 A 股 12 家上市水泥企业为样本对水泥公司 2019H1 中报进行分析。根据我们的样本，2019H1 重点水泥企业实现营业收入 1269.9 亿元，同比增长 45.2%，实现归母净利润 241.1 亿元，同比增长 30.0%，实现扣非归母净利润 233.3 亿元，同比增长 28.3%。其中 2019Q2，重点水泥企业实现收入 772.0 亿元，同比增长 40.4%，实现归母净利润 158.4 亿元，同比增长 20.1%，实现扣非归母净利润 155.7 亿元，同比增长 19.4%。

图 1 重点水泥企业收入：半年度



资料来源：Wind，各公司半年报，华西证券研究所

图 2 重点水泥企业收入：季度



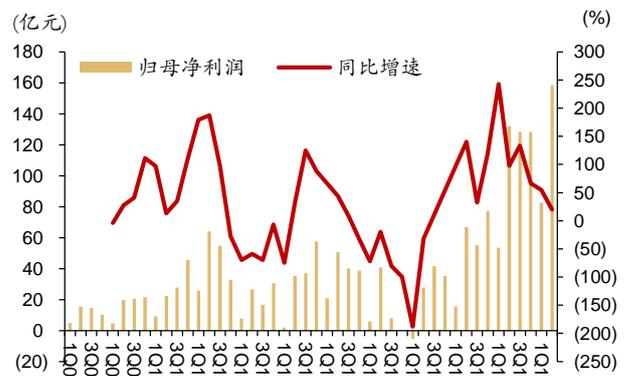
资料来源：Wind，各公司季报，华西证券研究所

图 3 重点水泥企业归母净利润：半年度



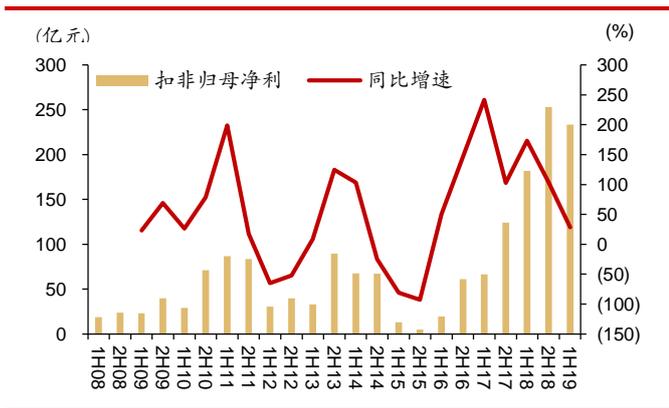
资料来源：Wind，各公司半年报，华西证券研究所

图 4 重点水泥企业归母净利润：季度



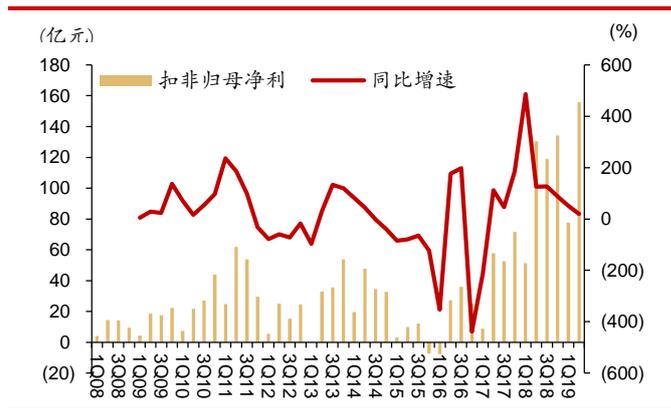
资料来源：Wind，各公司季报，华西证券研究所

图5 重点水泥企业扣非归母净利润：半年度



资料来源: Wind, 各公司半年报, 华西证券研究所

图6 重点水泥企业扣非归母净利润：季度



资料来源: Wind, 各公司季报, 华西证券研究所

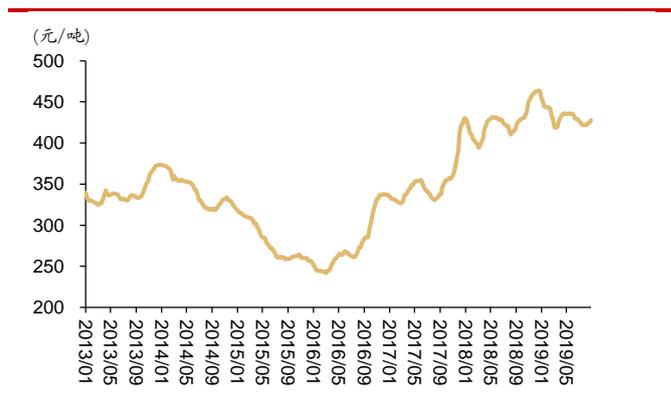
受益于基建补短板以及房地产低库存带来的投资、新开工韧性，2019H1 水泥需求保持强劲（产量同比增长 6.8%），同时由于全国水泥行业错峰生产同比依旧保持严格，库存总体保持低位，2019H1 水泥行业高景气得以持续，大多数上市水泥企业实现量价齐升。2019H1，重点水泥企业盈利创新高，整体 ROE 达 12.1%，同比提高 0.5 个百分点，历史上仅次于 2011H1。

图7 水泥月度产量



资料来源: 数字水泥, 华西证券研究所

图8 P042.5 水泥全国平均出厂价



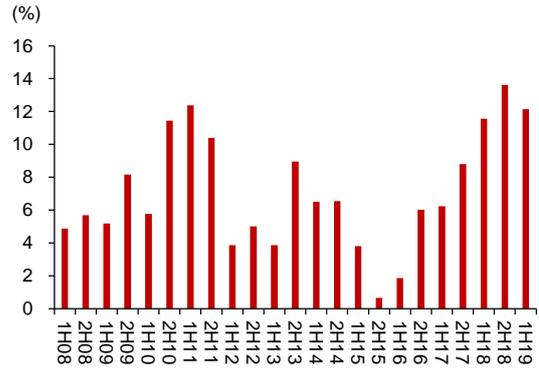
资料来源: 数字水泥, 华西证券研究所

图9 水泥库存



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图10 重点水泥企业 ROE

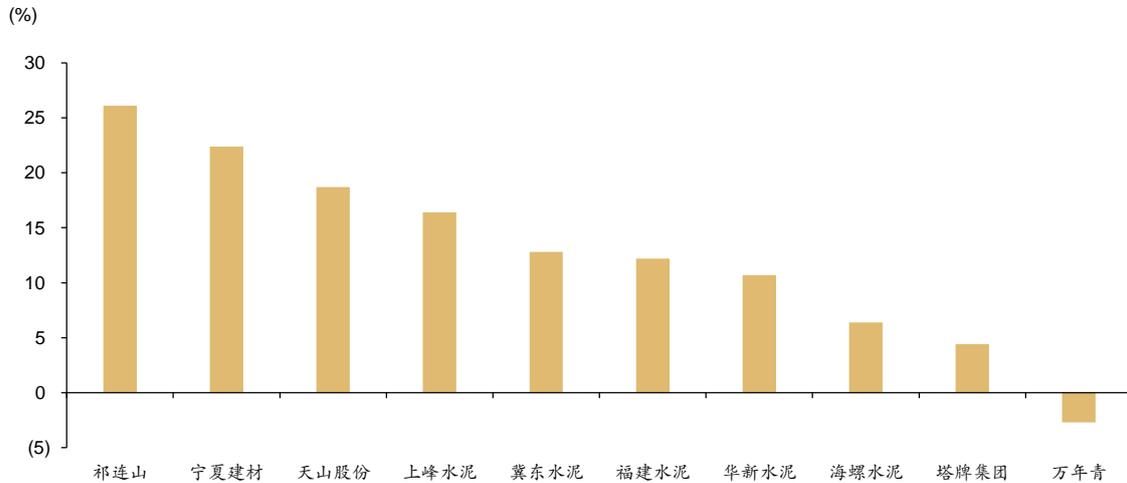


资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 需求强劲，结构上北方更强

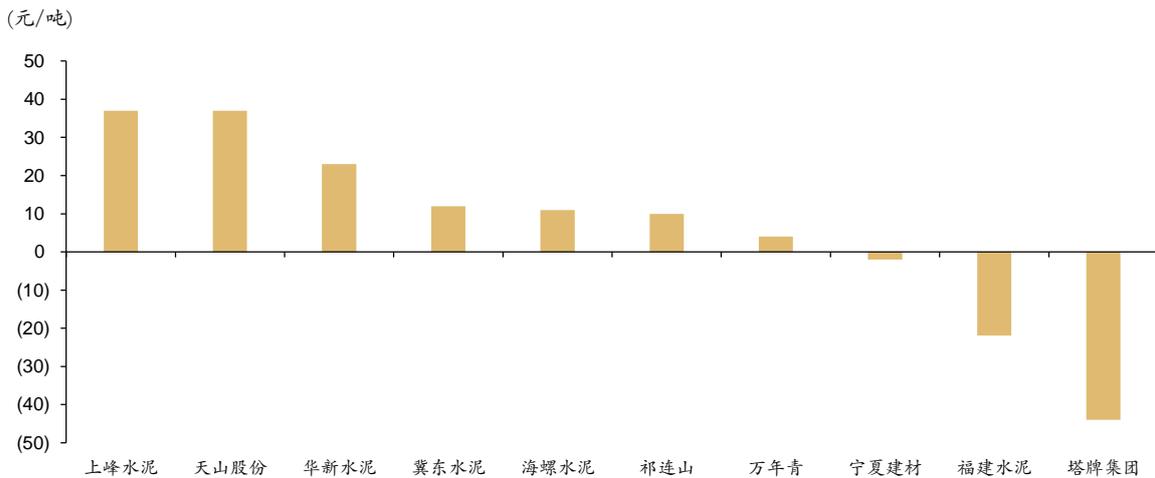
受益于基建补短板及地产低库存带来的投资、开工韧性，2019H1 水泥需求保持强劲，在环保限产同比未明显放松的情况下水泥产量同比增长 6.8%，增速创 2013 年后的上半年新高，使得行业高景气得以维持。而就结构而言，由于 2018 年的低基数及基建复苏，2019H1 北方地区水泥需求增速大于南方地区，而北方水泥企业的销量、吨毛利同比增幅也高于南方水泥企业。

图11 主要 A 股上市企业 2019H1 水泥熟料销量同比增幅



资料来源：各公司中报，华西证券研究所

图 12 主要 A 股上市企业 2019H1 水泥熟料吨毛利同比增幅

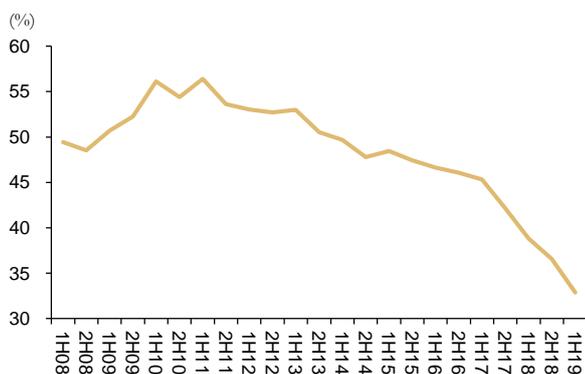


资料来源：各公司中报，华西证券研究所

### 3. 资产负债表持续改善，现金流保持良好

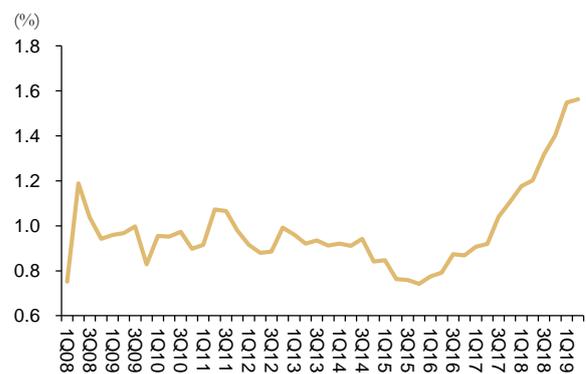
由于高盈利的延续以及部分企业大规模的债务偿还，2019H1 水泥企业资产负债表持续改善。根据我们统计，2019H1 重点水泥企业流动比率 1.6 倍，环比 2018 年底提升 11.2%（2018 年底：1.4 倍），整体资产负债率环比 2018 年底继续下降 3.7 个百分点至 32.9%。此外，2019H1，重点水泥企业合计取得经营净现金流 280 亿元，经营净现金流覆盖归母净利润倍数 1.16 倍，同比 2018H1（1.09 倍）上升 6.2%，重点水泥企业现金流保持良好。

图 13 重点水泥企业资产负债率



资料来源：Wind，各公司半年报，华西证券研究所

图 14 重点水泥企业流动比率



资料来源：Wind，各公司季报，华西证券研究所

图 15 重点水泥企业经营净现金流-半年度

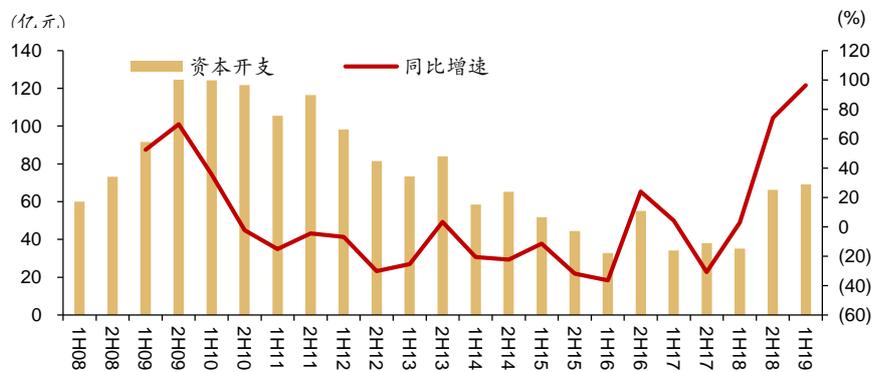


资料来源: Wind, 各公司半年报, 华西证券研究所

#### 4. 资本开支有所抬头

2019H1, 重点水泥企业资本开支(以现金流量表科目“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”为口径) 69 亿元, 同比上升 96.4%, 创 2014 年以来的半年度新高。分公司而言, 资本开支增量主要来自海螺水泥、华新水泥及塔牌水泥。我们判断资本开支提升的主要原因是: 1) 龙头企业海外拓展及骨料产业链的拓展, 2) 重点企业在部分需求增长较快的区域(如西藏、粤东) 加速投放产能及 3) 部分企业产能置换的推进。

图 16 重点水泥企业资本开支-半年度

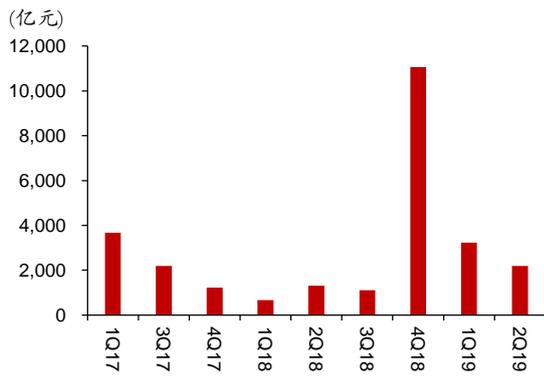


资料来源: Wind, 各公司半年报, 华西证券研究所

#### 5. 2019H2 高景气预计延续, 把握核心资产及基建复苏主线

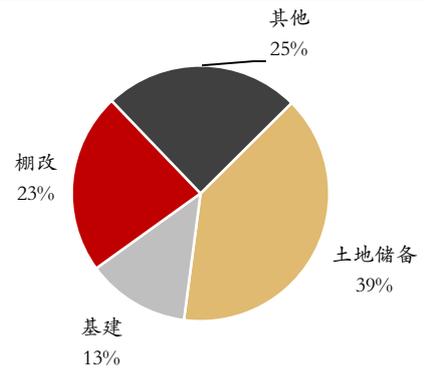
考虑到 1) 目前房地产库存较低, 新开工及投资韧性仍可维持及 2) 2020 年专项债额度提前下发, 专项债新规进一步增强基建复苏确定性及 3) 低库存为旺季涨价提供了良好条件, 我们认为 2019H2 水泥需求仍将总体维持良好, 从而使得水泥行业良好的供需格局及高景气度在 2019H2 得以延续。目前 A 股主要水泥企业估值仅 6-8 倍, 在高盈利周期延续的背景下, 我们认为 2019H2 水泥行业或迎估值修复。

图 17 发改委公示批复重点项目投资额



资料来源：发改委，华西证券研究所

图 18 2018 新增专项债用途划分



资料来源：Wind，华西证券研究所

我们建议投资者 2019H2 把握两条主线：

- 1) 估值具有吸引力，推进海外布局及产业链拓展，以此打开中长期成长空间的核心资产，**推荐海螺水泥，华新水泥。**
- 2) 华北基建复苏主线，**推荐冀东水泥。**

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

### 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。