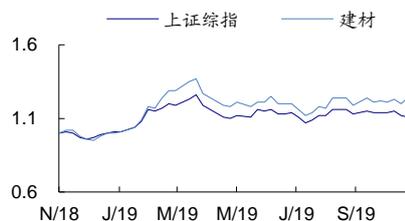


一年该行业与上证综指走势比较

行业投资策略

“新均衡”下，关注具有可持续高现金分红潜力的上市公司

相关研究报告:

《非金属建材周报(19年第46周):数据回暖,政策托底,短期关注地产后周期》——2019-11-19

《非金属建材行业11月投资策略暨三季报回顾:短期关注后周期标的投资机会,长期立足价值》——2019-11-15

《非金属建材周报(19年第44周):地产后周期或短期成为市场关注点》——2019-11-04

《非金属建材周报(19年第43周):价格持续推涨,关注玻璃生产线关停进程》——2019-10-28

《非金属建材周报(19年第42周):旺季运行良好,基建/竣工持续回暖》——2019-10-21

证券分析师:黄道立

电话:0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师:陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人:冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

●金融监管日趋规范化,积极分红氛围基本形成

随着我国证券市场发展的不断进步和完善,以及金融监管的日趋规范化,监管层对于上市公司现金分红方面从政策上提出更多的要求和规定,目前上市公司分红问题已经得到重视,分红情况逐年好转。2018年7月,沪深交易所分别表示长期稳定现金分红群体已经形成,积极分红氛围基本形成。截至2018年,A股在过去10年间分红企业的占比已经从65%提升至73%,整体分红率从28%提升至36%。

●价值投资深化,稳定现金分红股票关注度逐步提升

对于价值投资而言,其最重要的要求之一是从企业获得持续稳定的自由现金流,因此现金分红是价值投资的重要基石。在监管层的引导下,高现金分红的个股受到市场的关注度逐渐提升,2017年以来A股市场风格不断向价值投资靠拢,对于业绩表现佳、高现金分红且分红预期稳定的企业,市场给予更高的估值。从股价表现来看,高现金分红且分红预期稳定的个股表现十分亮眼。

●供给扩张受限,企业现金分红能力提高,且趋稳可期

2016年,水泥行业进入“新均衡”状态,2018年后“新均衡”步入第二阶段,水泥价格高位保持高位区间震荡,盈利能力显著提升,行业经营活动现金流得到大幅改善;同时企业产能扩张受限,资本支出趋于保守,大部分企业优先选择将历史积累的债务进行偿还,加速降低公司杠杆水平,水泥企业账面现金出现大幅提升,分红意愿明显提升,2018年水泥行业分红规模达146亿元,同比增长约67%,分红率约30%,整体分红金额达到历史最高规模,分红率处于过去十年的高位水平,在“新均衡”延续的背景下,高分红能力具有一定持续性。

●投资建议:关注具有可持续高现金分红潜力的上市公司

除水泥板块外,我们注意到,在建材板块中的其他重资产企业也具有类似在盈利好转、资本开支减少后,倾向于提高企业分红水平的特点。针对个股,我们对建材板块上市公司历史数据进行梳理,通过对过去三年平均分红率、公告承诺股东回报情况、2016-2018年股息率以及2019年预期股息率等指标进行筛选,排序选出具有可持续较高现金分红潜力的上市公司标的,推荐关注:旗滨集团、塔牌集团、鲁阳节能、祁连山、海螺水泥、华新水泥、宁夏建材、天山股份、上峰水泥。

●风险提示:(1)行业需求端超预期下滑;(2)产能限制政策松动,供给超预期;(3)企业资本开支超预期增加。
独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

内容目录

监管日趋规范，重视股东回报，分红氛围基本形成	5
价值投资深化，稳定现金分红股票关注度逐步提升	7
供给扩张受限，企业现金分红能力提高，且趋稳可期	8
行业盈利中枢提升，现金流大幅改善	8
产能扩张受限，资本支出趋于保守	12
资债结构健康，负债水平显著降低	15
账面现金充裕，部分龙头企业已达净现金状态	15
企业分红能力增加，且未来趋稳可期	16
需求趋稳，供给缺乏弹性，未来行业波动性有望降低，分红稳定可期	17
投资建议：关注具有稳定现金分红潜力的上市公司	19
风险提示	20
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 过去十年分红企业数量及占比	6
图 2: 过去十年上市公司分红总额及分红率	6
图 3: 投资在二级市场上的回报主要来源	7
图 4: 上证红利指数跑赢上证综指	8
图 5: 深证红利指数跑赢深证综指	8
图 6: 深证红利与上证红利指数 2017 年以来涨幅相对居前	8
图 7: 全国高标水泥均价高位上涨 (元/吨)	9
图 8: 全国水泥均价处于历史高位	9
图 9: 华北地区水泥价格走势 (元/吨)	9
图 10: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)	9
图 11: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)	9
图 12: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)	9
图 13: 西南地区水泥价格走势 (元/吨)	10
图 14: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)	10
图 15: 全国水泥库存水平中枢整体下行	10
图 16: 全国水泥库容比情况 (%)	10
图 17: 华北地区库容比 (%)	10
图 18: 东北地区库容比 (%)	10
图 19: 华东地区库容比 (%)	11
图 20: 中南地区库容比 (%)	11
图 21: 西南地区库容比 (%)	11
图 22: 西北地区库容比 (%)	11
图 23: 水泥煤炭价格差维持高位向上	11
图 24: 煤炭价格近几年保持较高水平震荡	11
图 25: 样本水泥企业整体经营活动现金净额及增速	12
图 26: 样本水泥企业账面净现金状态	12
图 27: 新型干法熟料产能扩张逐步趋于平稳	13
图 28: 2010 年以来水泥行业供给增速逐年下降 (单位: %)	13
图 29: 过去十年新增熟料产能逐步减少并趋于平稳	13
图 30: 过去十年水泥行业净增熟料产能持续减少	13
图 31: 样本企业资本支出整体呈现减少趋势	14
图 32: 样本企业资本支出/归母净利润比值下行显著	14
图 33: 样本企业折旧和摊销的增速整体呈现下行趋势	14
图 34: 样本企业固定资产 2018 年头部企业增加较多	14
图 35: 样本企业资本支出/折旧摊销比例下降	14
图 36: 样本企业在建工程逐年减少并趋稳	14
图 37: 样本企业财务费用及费用率均呈现明显下降趋势	15
图 38: 样本企业吨财务费用呈现明显下降趋势	15
图 39: 样本水泥企业总体资产负债率水平下行	15
图 40: 样本水泥企业总体带息债务率水平大幅下行	15
图 41: 样本水泥企业实现账面净现金状态	16
图 42: 水泥行业分红规模增长显著	16
图 43: 水泥行业及龙头公司分红率水平处于高位	16
图 44: 样本企业在业绩底部时测算的分红规模和增速	17
图 45: 样本企业在 Wind 一致预测业绩下测算的分红规模和增速	17
图 46: 近 10 年水泥行业供求增速变动	18
图 47: 水泥熟料供需增速差逐步收敛	18
图 48: 我国前十大水泥企业熟料产能集中度	18
图 49: 全国玻璃前十企业集中度达 68.6%	18
图 50: 全国各省前五大水泥企业产能及 CR5 水平	18
表 1: 各机构对于现金红利派发相关政策	5
表 2: 上市以来分红率为 0 的公司	6
表 3: 近几年水泥行业去产能相关政策规划方案	12
表 4: 水泥行业上市公司历史分红率及过去三年平均值 (%)	16
表 5: 建材行业过去三年分红率及平均值	19

表 6: 建筑材料上市公司 2019 年股息率排名.....	19
表 7: 股息率敏感性测试.....	20

监管日趋规范，重视股东回报，分红氛围基本形成

随着我国证券市场发展的不断进步和完善，以及金融监管的日趋规范化，监管层对于上市公司现金分红方面从政策上提出更多的要求和规定，积极鼓励上市公司进行现金分红，提倡价值投资，强调对投资者权益的保护。

2017年以来，金融监管对于现金分红的相关要求更加频繁地被提出。在3月份的全国人大五次会议新闻中心记者会上，国资委主任肖亚庆提出对央企分红机制的建立和完善；随后4月，时任证监会主席刘士余明确对不分红的上市公司严肃处理的态度，24日《证券法》提请全国人大常委会二审，其中设专章从规范现金分红，要求上市公司应当按照公司章程的规定分配现金股利。此后，针对现金分红的相关监管和要求保持不断执行。

表 1：各机构对于现金红利派发相关政策

时间	机构	政策/会议/事件	相关内容
2006年5月	证监会	《上市公司证券发行管理办法》	公开发行证券的条件之一是，最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润 20%。
2008年10月	证监会	《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》	将“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 20%”修改为：“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”。
2012年5月	证监会	《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》	对不同情况的上市公司，如拟发行证券的上市公司、借壳上市、重大资产重组、合并分立或者因收购导致上市公司股权结构发生变更的上市公司等，提出了现金分红规划、决策、执行、信息披露等事项。
2013年1月	上交所	《上海证券交易所上市公司现金分红指引》	鼓励上市公司每年均实施现金分红，但存在累计未分配利润为负等特殊情形的除外。
2013年11月	证监会	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》	上市公司董事会按照公司章程规定的程序，提出差异化的现金分红政策
2015年8月	证监会/财政部/国资委/银监会	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	鼓励上市公司增加现金分红在利润分配中的占比，鼓励具备分红条件的公司实施中期分红，增加分红频率；完善鼓励长期持有上市公司股票的税收政策，降低上市公司现金分红成本，提高长期投资收益回报。
2015年9月	证监会/财政部/国家税务总局	《关于上市公司股息红利差别化个人所得税政策》	上市公司派收股息红利时，对个人持股 1 年以内（含一年）的，暂不扣缴个人所得税
2017年3月	国资委主任肖亚庆	十二届全国人大五次会议新闻中心记者会	国有控股上市公司需要关注分红及建立完善的分红机制，不断提高投资者回报，央企需要带头做“负责任”的股东。
2017年4月	证监会主席刘士余	中国上市公司协会第二届会员代表大会	“无正当理由不分红极有可能是财务造假，证监会要支持分红上市公司，对不分红的“铁公鸡”要严肃处理。”
2017年8月	最高人民法院	《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释（四）》	公司股东滥用权利，导致公司不分配利润给其他股东造成损失的，司法可以适当干预，以实现对公司自治失灵的矫正。
2018年2月	上交所	上市公司现金分红现场说明会	向 3 家市场质疑较大的多年未分红公司及 8 家具备分红条件但不分红或分红较少的公司发出监管工作函。
2018年3月	深交所	《关于对湖北广济药业股份有限公司的关注函》	针对广济药业连续十年不分红的现象，要求公司对不分红方案说明“具体原因及合理性”，并说明是否存在大额未分配利润留存于子公司的现象。
2018年5月	证监会	《证监会新闻发言人就上市公司现金分红情况答记者问》	始终坚持依法全面从严监管的理念下，积极倡导上市公司现金分红，引导上市公司更加注重投资者回报，强化股东回报机制，对长期不分红的上市公司持续强化监管，推动上市公司不断提高现金分红水平。

资料来源：各机构相关网站，国信证券经济研究所整理

根据 wind 统计数据，截至 2018 年，上市以来分红率为 0 的公司有 29 家，其中金杯汽车和中毅达已经连续 27 年未进行现金分红，包括紫光光学大、中国天楹、大晟文化等在内的 22 家公司已经连续 20 余年未进行分红。

根据新华网消息，2018 年 2 月 5 日，上交所组织召开现金分红专项说明会，向 3 家市场质疑较大的多年未分红公司及 8 家具备分红条件但不分红或分红较少的公司发出监管工作函，再次以正式态度对上市公司发出信号，强调上市公司需要高度重视现金分红工作。2018 年 3 月 27 日，深交所针对广济药业连续十年不分红的现象，出具了首份针对上市公司未进行现金分红的关注函，反映了监管层强化市场现金分红氛围的决心。

表 2: 上市以来分红率为 0 的公司

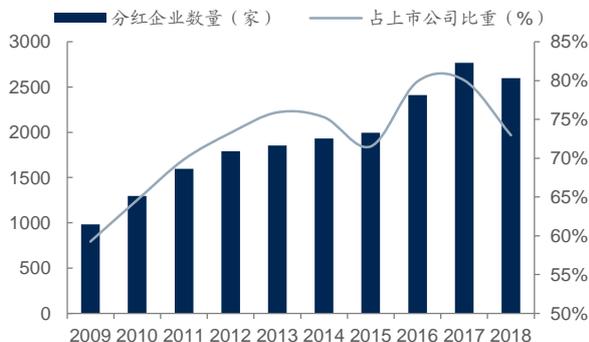
序号	证券代码	证券简称	上市日期	上市以来涨跌幅 (%)	所属申万行业
1	600609.SH	金杯汽车	1992-07-24	-38.38	汽车
2	600610.SH	*ST 毅达	1992-08-05	74.78	建筑装饰
3	000526.SZ	紫光学大	1993-11-01	936.47	传媒
4	000035.SZ	中国天楹	1994-04-08	192.89	公用事业
5	600892.SH	大晟文化	1996-03-15	400.58	传媒
6	000592.SZ	平潭发展	1996-03-27	256.31	农林牧渔
7	000595.SZ	宝塔实业	1996-04-19	78.28	机械设备
8	000409.SZ	ST 地矿	1996-06-27	5.33	综合
9	600733.SH	北汽蓝谷	1996-08-16	384.06	汽车
10	600751.SH	海航科技	1996-09-09	-9.34	电子
11	600766.SH	园城黄金	1996-10-28	204.98	有色金属
12	600769.SH	祥龙电业	1996-11-01	141.53	建筑装饰
13	600767.SH	ST 运盛	1996-11-15	52.64	医药生物
14	000638.SZ	万方发展	1996-11-26	7.97	综合
15	000678.SZ	襄阳轴承	1997-01-06	41.19	汽车
16	000613.SZ	大东海 A	1997-01-28	-46.82	休闲服务
17	000691.SZ	亚太实业	1997-02-28	-34.13	房地产
18	600083.SH	博信股份	1997-06-06	47.29	综合
19	000803.SZ	金宇车城	1998-03-03	399.42	电气设备
20	000813.SZ	德展健康	1998-05-19	129.31	医药生物
21	600146.SH	商赢环球	1999-07-07	158.59	纺织服装
22	600234.SH	*ST 山水	2000-06-15	7.27	综合
23	000995.SZ	*ST 皇台	2000-08-07	-19.18	食品饮料
24	600385.SH	*ST 金泰	2001-07-23	-51.73	有色金属
25	600444.SH	国机通用	2004-02-19	13.18	机械设备
26	600455.SH	博通股份	2004-03-29	49.32	传媒
27	600421.SH	*ST 仰帆	2004-06-07	36.28	机械设备
28	002362.SZ	汉王科技	2010-03-03	-60.98	计算机

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (不包括 2017 年以后上市企业; 涨跌幅截至 2019 年 11 月 6 日)

从政策层面来看, 监管层对于现金分红的要求愈加严格, 将现金分红的重要性提升到新的高度, 对分红频率低或金额少的上市公司未来发展增加一定难度和挑战, 而对长期以来进行持续分红以及高分红的上市公司带来更多投资者的关注和青睐。

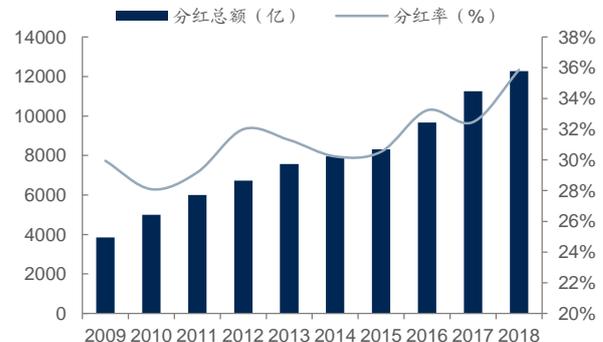
在监管层持续鼓励和督促上市公司做好现金分红工作的背景下, 目前上市公司分红问题已经得到重视, 分红情况逐年好转。2018 年 7 月, 沪深交易所分别表示长期稳定现金分红群体已经形成, 积极分红氛围基本形成。截至 2018 年, A 股在过去 10 年间分红企业的占比已经从 65% 提升至 73%, 整体分红率从 28% 提升至 36%。

图 1: 过去十年分红企业数量及占比



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 2: 过去十年上市公司分红总额及分红率

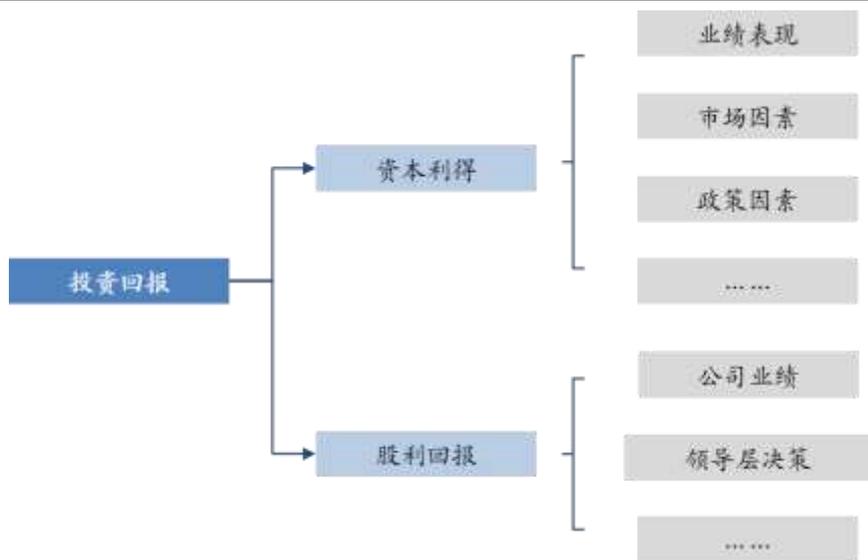


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

价值投资深化，稳定现金分红股票关注度逐步提升

一般而言，投资者在二级市场的投资回报主要来源为资本利得和股利。对于资本利得，主要受到公司业绩表现、宏观经济、市场因素、政策因素等多重因素影响；对于股利，其分配属于董事会和股东大会的重要决策事项，主要在综合分析企业经营发展实际、股东要求和意愿、社会资金成本和外部融资环境等因素的基础上所决定，我国证监会要求股利分配政策确定后，不得随意调整而降低对股东的回报水平。对于价值投资而言，其最重要的要求之一是从企业获得持续稳定的自由现金流，因此现金分红是价值投资的重要基石。

图 3：投资在二级市场上的回报主要来源

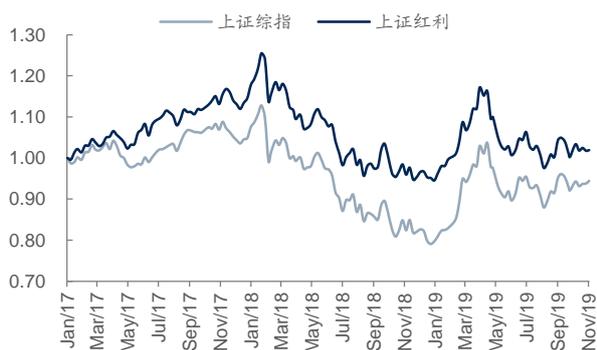


资料来源：国信证券经济研究所整理

如上文所述，2017 年以来，监管层对于现金红利派发的重视程度提升到了新的高度，连续多次对未分红企业点名，一方面引导上市公司通过现金分红回报投资者，有助于建立和谐市场生态，改善股东关系，提高公司本身治理水平和投资者对资本市场的信心，另一方面对价值投资的理念进行普及和深化，社会资金在预期回报下，更多地选择长期投资，增强市场稳定性。

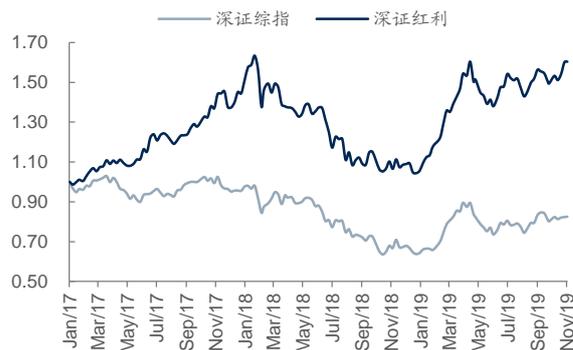
在监管层的引导下，高现金分红的个股受到市场的关注度逐渐提升，2017 年以来 A 股市场风格不断向价值投资靠拢，对于业绩表现佳、高现金分红且分红预期稳定的企业，市场给予更高的估值。从股价表现来看，高现金分红且分红预期稳定的个股表现十分亮眼。自 2017 年初至今，深证红利指数涨幅 63%，跑赢深证综指约 80 个百分点，同时也跑赢市场其他指数，上证红利指数小幅上涨 3.5%，跑赢上证综指 7.5 个百分点，仅弱于深圳红利、沪深 300 指数和上证 50 指数，亦表现出较好收益。

图 4: 上证红利指数跑赢上证综指



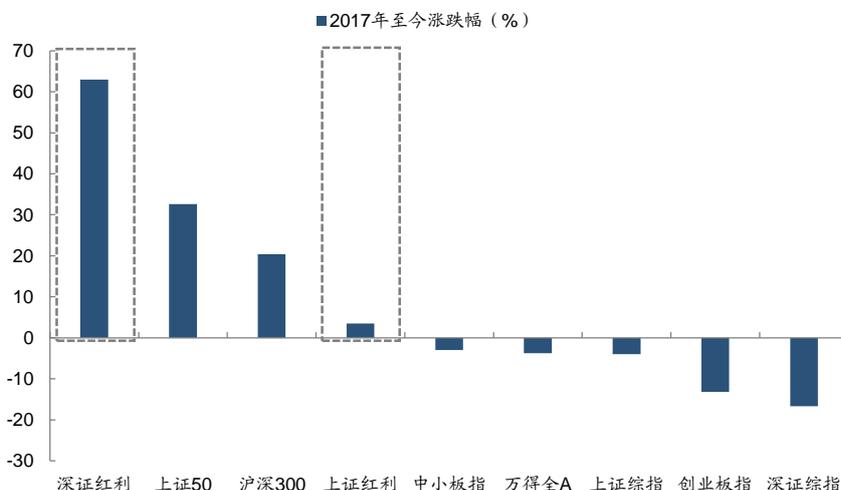
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 深证红利指数跑赢深证综指



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 深证红利与上证红利指数 2017 年以来涨幅相对居前



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

供给扩张受限，企业现金分红能力提高，且趋稳可期

行业盈利中枢提升，现金流大幅改善

水泥板块景气度良好，“新均衡”持续印证

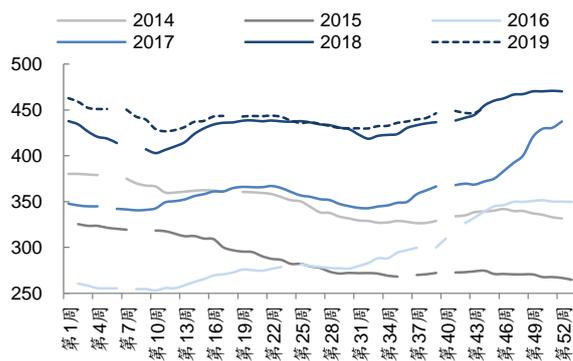
2016 年以来水泥行业进入“新均衡”状态，即在中长期需求增速逐步放缓、供给严控的环境下，行业供需轧差逐步收敛并保持微幅震荡，商品价格开始逐步脱离过去以需求为核心的波动规律，走出相对独立的行情，波幅规律改变，运行中枢上移，并呈现周期波动性减弱的迹象，形成新的均衡运行格局。2018 年以来，“新均衡”进入第二阶段，在宏观需求政策托底、供给依然严控的背景下，水泥价格高位保持高位区间震荡。截至 11 月 1 日，全国高标水泥平均价为 452.7 元/吨，与 2018 年价格基本持平，处于历史高位水平。

图 7: 全国高标水泥均价高位上涨 (元/吨)



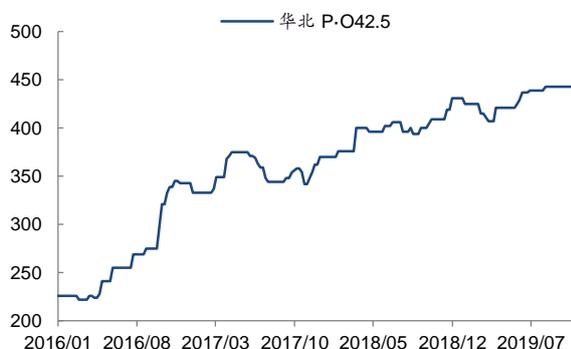
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 8: 全国水泥均价处于历史高位



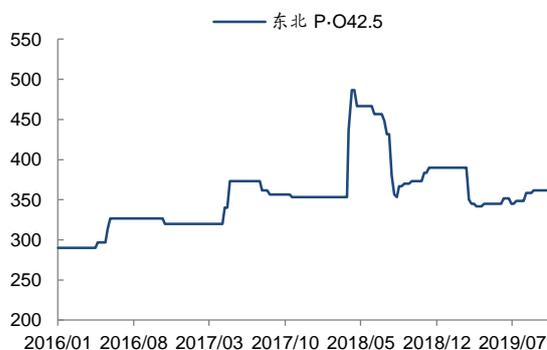
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9: 华北地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 10: 东北地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 11: 华东地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 12: 中南地区水泥价格走势 (元/吨)



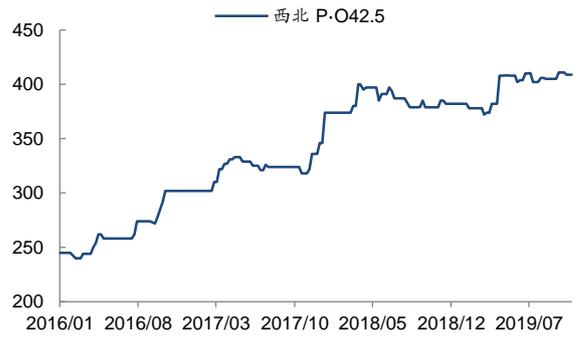
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 13: 西南地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 14: 西北地区水泥价格走势 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

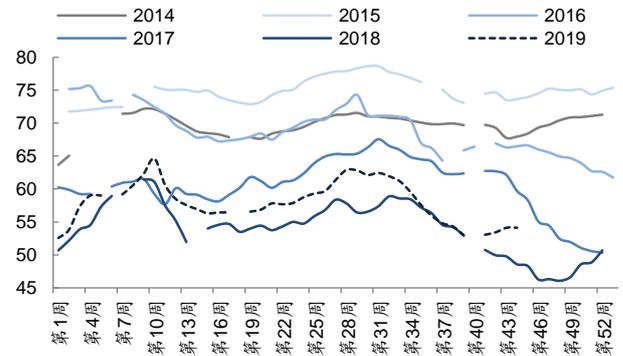
在区域协同、错峰生产、环保限产等共同影响下,水泥行业库存中枢水平自 2016 年以来整体下移明显,2019 年至今全国水泥库容比整体处于历史同期较低水平,仅小幅高于 2018 年,行业维持较高景气度运行。

图 15: 全国水泥库存水平中枢整体下行



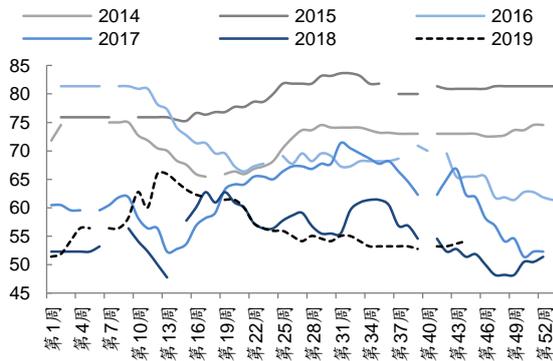
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 16: 全国水泥库容比情况 (%)



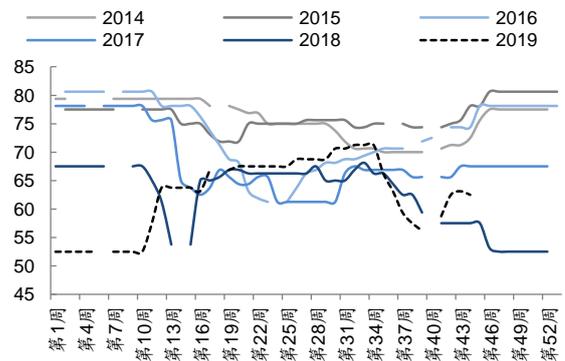
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 17: 华北地区库容比 (%)



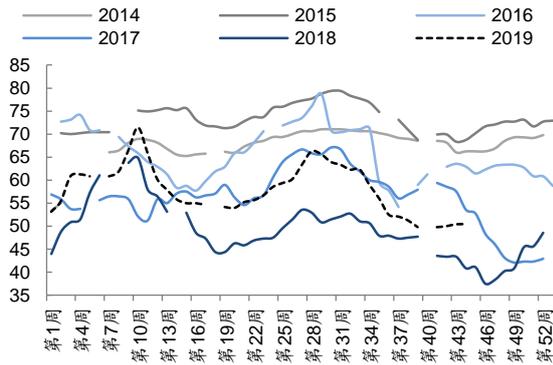
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 18: 东北地区库容比 (%)



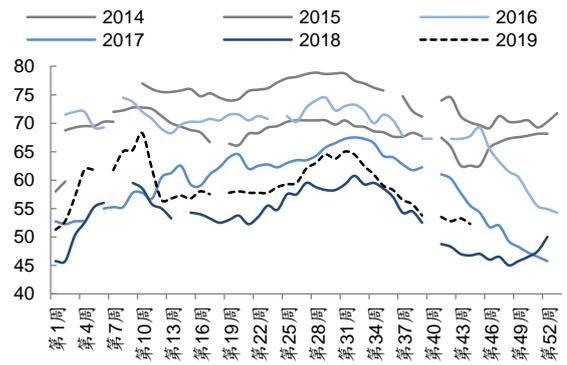
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 19: 华东地区库容比 (%)



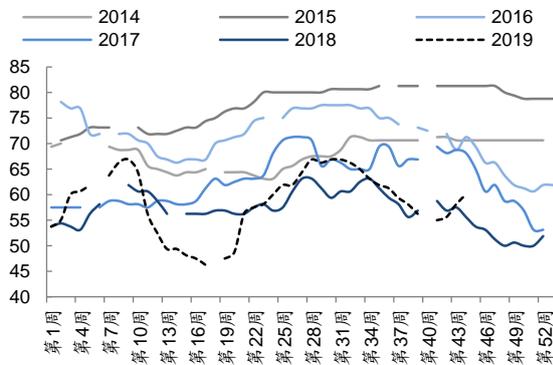
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 20: 中南地区库容比 (%)



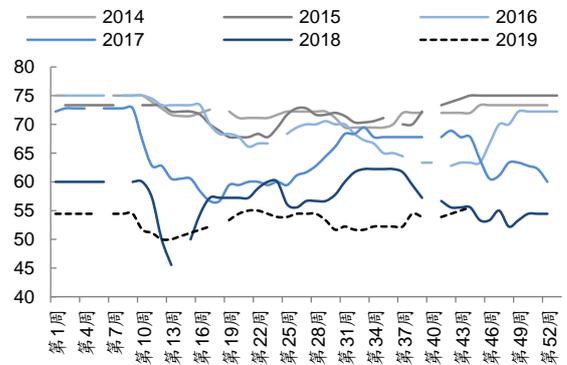
资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 21: 西南地区库容比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

图 22: 西北地区库容比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国信证券经济研究所整理

盈利中枢不断上移, 现金流显著改善

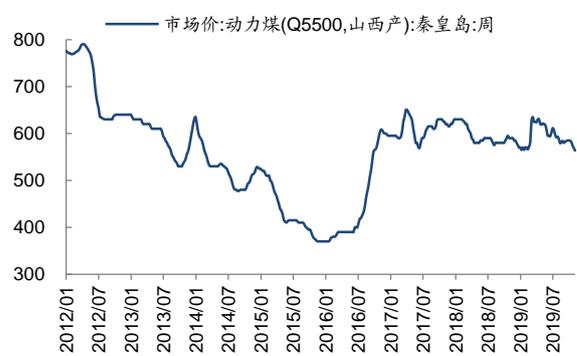
随着水泥价格的上涨, 水泥行业盈利能力在 2016 年后得到显著提升。尽管 2016 年后成本端的煤炭价格出现快速上行, 行业整体盈利取得小幅上行, 随着煤炭价格走向区间震荡, 以及水泥价格的持续上涨, 行业盈利能力得到明显修复和提高, 中枢持续上移。目前行业进入“新均衡”的第二阶段, 水泥煤炭价格差仍然处于历史高位水平震荡, 盈利中枢趋于稳定, 倘若现阶段的供求均衡有望得以持续或维持在某个稳定区间内, 未来行业盈利中枢有望保持较高水平。

图 23: 水泥煤炭价格差维持高位向上



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

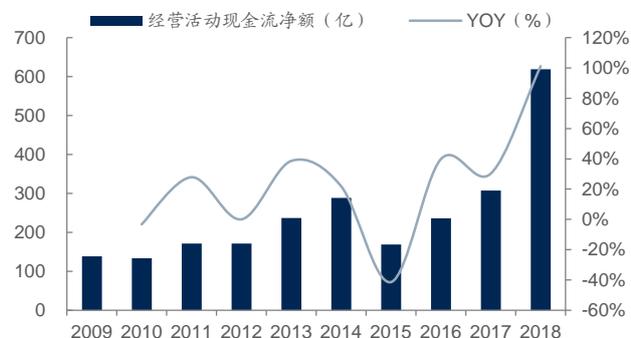
图 24: 煤炭价格近几年保持较高水平震荡



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

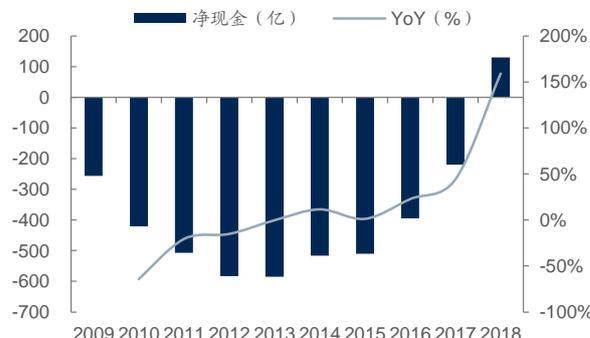
受益于水泥行业良好的景气度，水泥价格的持续上涨，行业经营活动现金流得到大幅改善。2018年样本水泥企业合计实现经营活动现金流净额约619亿，较上年同比大幅增长101.19%，较十年前提高约3.5倍。

图 25：样本水泥企业整体经营活动现金流净额及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 26：样本水泥企业账面净现金状态



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

产能扩张受限，资本支出趋于保守

落实供给侧改革，行业产能持续减少

2015年末，供给侧结构性改革正式提出，并于次年开始全面推进，我国经济发展进入新常态，社会各行业供给端开始受到严格限制，并出现不同程度的收缩。作为产能明显过剩的水泥行业，积极贯彻中央指示的工作基调，按照供给侧改革、节能减排等环保要求，出台相应行业政策，推进行业走向高质量发展道路。

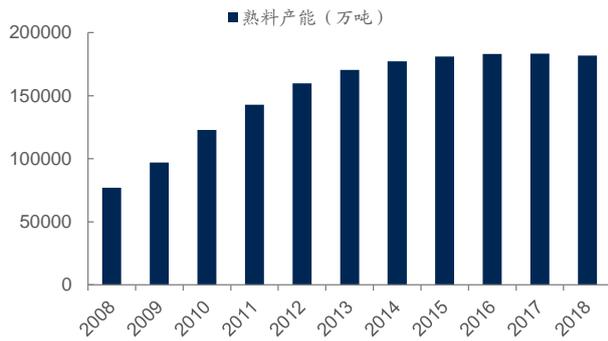
表 3：近几年水泥行业去产能相关政策规划方案

时间	政策规划	核心摘要	影响
2014年11月	错峰生产	采暖季，后范围扩大至非采暖季	各地区结合当地情况，在春节期间、酷暑伏天和雨季开展错峰生产
2015年11月	供给侧改革	去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板	各地陆续出台产能置换政策，淘汰落后产能。
2016年1月	第一轮环保督察	分四批实现对31省份的督察全覆盖	至2017年底，问责人数超1.8万人，推动解决群众身边环境问题8万余个，水泥行业环保限产
2017年6月	《水泥工业“十三五”发展规划》	到2020年末，产业结构转型升级向纵深转折取得阶段成果	产业结构优化、技术、装备水平提升，水泥行业产能严重过剩矛盾基本解决，效益显著提高；水泥行业绿色发展水平更高，两化融合深度发展，产业集中度显著提高，国际竞争力、引领力进一步增强
2017年12月	《水泥行业去产能行动计划(2018-2020)》	三年压减熟料产能39270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家。前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%。	水泥行业去产能工作取得一定成效，行业总体水平得到提升，产能利用率得到一定的提高
2018年6月	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	改善大气污染及环境质量	各地陆续出台行动计划，水泥、煤炭企业环保限产常态化
2018年7月	GB175-2007《硅酸盐通用水泥》3号修改单	取消P.C32.5R标号水泥，2019年10月全面停止生产	提高水泥性能，也是解决水泥产能过剩的重要途径，目前各水泥企业陆续出台替代产品
2018年11月	《产业转移指导目录(2018年本)》(征求意见稿)的公示	各省产业发展指导目录，包括引导优先承接发展、调整退出、不在承接	北京、河北、山东、海南、广西、重庆、四川不再承接水泥产业转移，上海市将逐步引导和退出水泥产业。浙江、贵州、江苏、湖北部分范围不再承接水泥或逐步退出水泥产业。
2019年7月	第二轮环保督察	聚焦于污染防治攻坚战，聚焦于山林田湖草生命共同体，以大环保的视野来推动督查工作向纵深发展	截至9月25日，责令8711家企业进行整改，立案查处企业3088家，处罚金额约2.1亿

资料来源：政府相关网站、百年建筑网、国信证券经济研究所整理

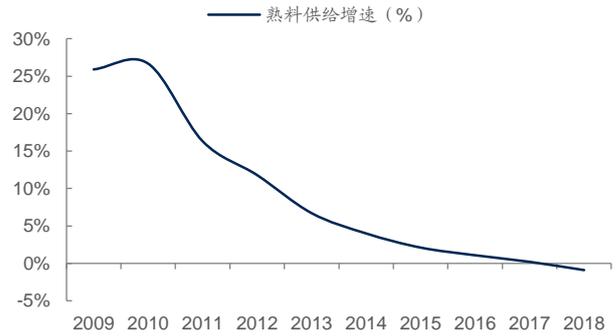
在政策引导、行业自律、企业执行的逐步落实下，水泥行业的供给侧改革已经取得了较明显的成果，供给端的产能趋于平稳并出现一定缩减。截至2018年末，全国熟料产能约18.2亿吨，较上年同比减少0.9%；全国新增产能已经连续两年保持2000万吨左右水平，2018年全国净增加熟料产能约为-1600万吨。整体来看，水泥行业的产能扩张步伐在供给侧改革的背景下受到抑制，行业产能预计未来将保持平稳，且有望缓步震荡下行。

图 27: 新型干法熟料产能扩张逐步趋于平稳



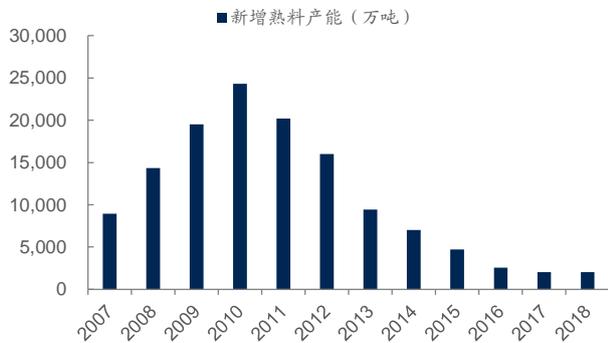
资料来源: 中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

图 28: 2010 年以来水泥行业供给增速逐年下降 (单位: %)



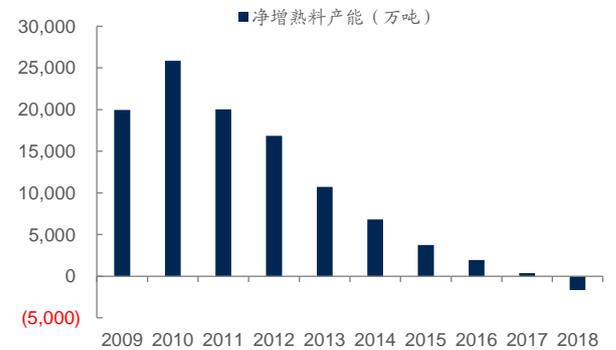
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 29: 过去十年新增熟料产能逐步减少并趋于平稳



资料来源: 中国水泥协会、国信证券经济研究所整理

图 30: 过去十年水泥行业净增熟料产能持续减少



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

资本支出相对保守，企业产业链拓展不改整体趋势

在行业产能扩张严控的背景下，水泥行业固定资产、产能投放等方面的资本支出整体趋于保守。我们选取 10 家水泥上市公司作为样本企业，计算在产能严控背景和资金收紧背景下，企业购建固定资产等其他长期资产方面资本支出更为谨慎，相比于 2010 年的投资高点（238 亿）得到明显降低，2018 年企业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金为 94 亿。从绝对值水平来看，2018 年水泥企业资本支出较 2017 年增长 47%，主要由于部分企业用于产业链拓展，包括水泥和骨料项目等，其中水泥项目主要包括海外生产线建设、并购项目等；而在环保持续严控、砂石料成本大幅增长的背景下，骨料项目的建设有助于降低混凝土生产成本，同时拓展混凝土产业，打通产业链上下游。从资本支出与归母净利润比值情况来看，过去十年的比值水平整体呈现震荡下行趋势，从 2009 年的约 325% 降低至 2018 年 22% 左右的低位水平，企业对现阶段的资本支出有较强的支撑能力。从折旧摊销角度来看，2018 年出校小幅上升，一方面前期行业固定资产在近几年才达到高位趋稳状态，另一方面，头部龙头企业近两年的并购、产能置换等行为导致行业整体固定资产在 2018 年有所上升，但整体来看，企业资本支出与折旧摊销的比例约为 0.8，扩张步伐依然保持相对保守。

随着水泥行业的资本支出减少，企业的在建工程金额呈现不断减少并趋稳的走势，2016-2018 年样本企业在建工程金额基本持平，波动较小。受整体资本支出减少以及行业景气度的提升，财务费用在 2013 年后开始持续降低，财务费用率在 2018 年实现 0.83%，较前期高点已显著降低 3.24 个百分点。

综上所述，尽管去年以来部分头部企业因部分并购行为、产业链上下游扩张等

行为，但整体来看行业资本开支仍然处于较低水平，水泥企业整体资本支出意向仍然保持相对保守的态度。

注：10家样本企业为现有的A股市场18家水泥上市公司（申万建材水泥制造板块）中剔除：1、借壳上市的企业；3、混业经营的企业；3、转型的企业。

图 31：样本企业资本支出整体呈现减少趋势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 32：样本企业资本支出/归母净利润比值下行显著



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 33：样本企业折旧和摊销的增速整体呈现下行趋势



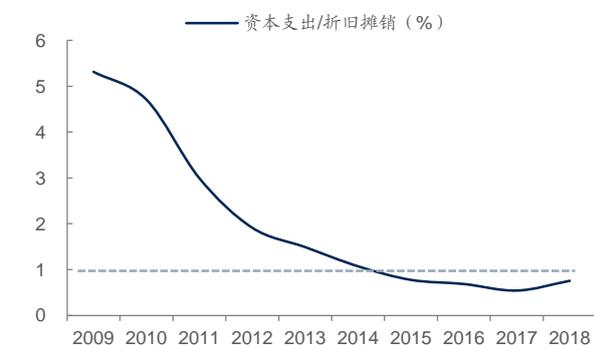
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 34：样本企业固定资产 2018 年头部企业增加较多



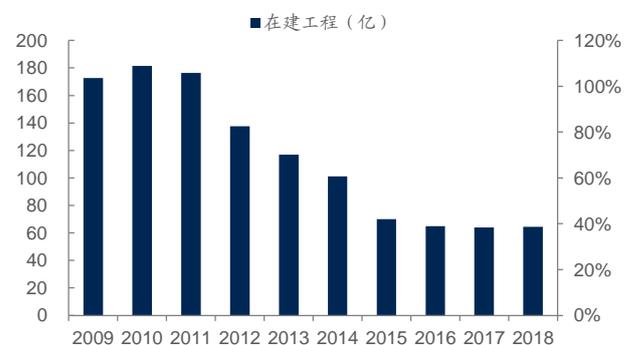
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 35：样本企业资本支出/折旧摊销比例下降



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 36：样本企业在建工程逐年减少并趋稳



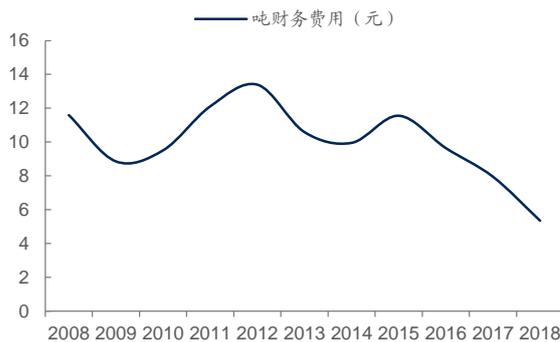
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 37: 样本企业财务费用及费用率均呈现明显下降趋势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 38: 样本企业吨财务费用呈现明显下降趋势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

资债结构健康，负债水平显著降低

随着企业经营得到好转，行业经营活动现金流增加，企业资本支出趋于保守，大部分企业优先选择将历史积累的债务进行偿还，加速降低公司杠杆水平，同时有助于进一步降低企业的财务成本，降低企业经营风险，以及增强盈利能力。截至 2018 年，样本水泥企业整体资产负债率和带息债务率分别为 35.83% 和 26.46%，较前期 2010 年高点分别降低 18.9 个百分点和 62 个百分点。

图 39: 样本水泥企业总体资产负债率水平下行



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 40: 样本水泥企业总体带息债务率水平大幅下行

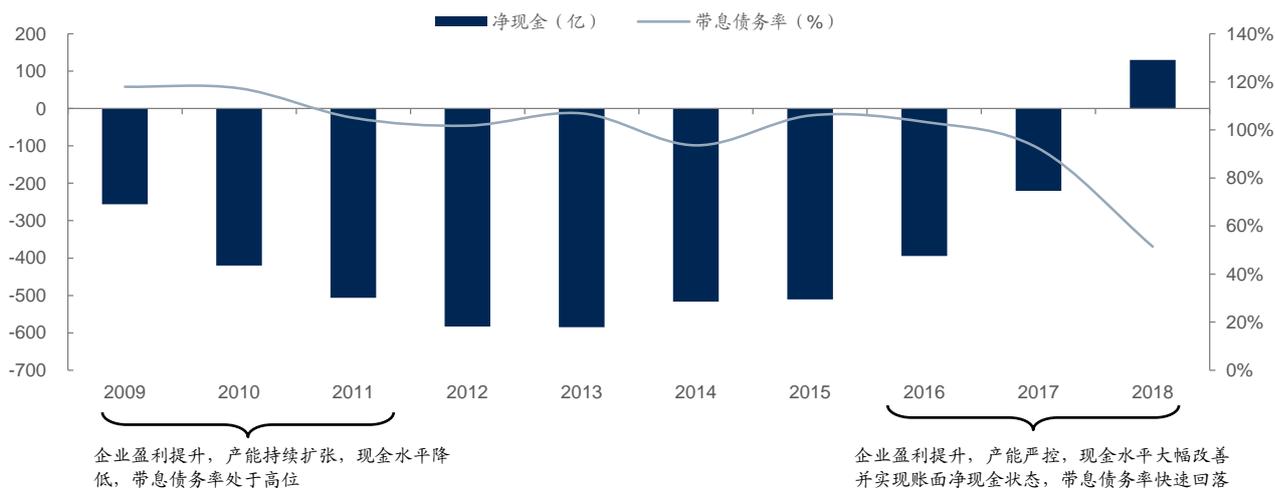


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

账面现金充裕，部分龙头企业已达净现金状态

负债端得到明显改善后，水泥企业账面现金出现大幅提升，我们从企业账面净现金（净现金=货币资金-有息负债，即企业还完有息负债后的账面现金）角度来看，样本水泥企业合计账面净现金在 2018 年已经实现转正，合计净现金约 130 亿，同比大幅增长 159%，具体来看其中的 60% 的企业已经达到净现金状态。

图 41: 样本水泥企业实现账面净现金状态

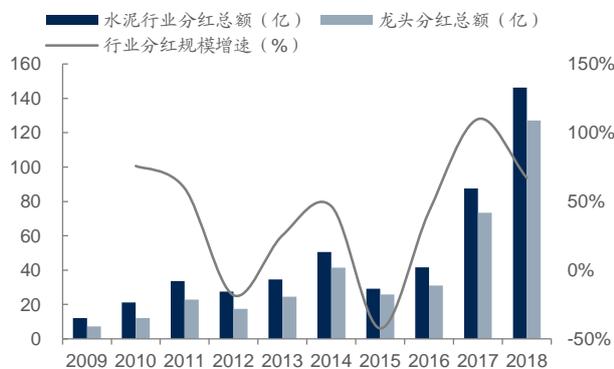


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

企业分红能力增加，且未来趋稳可期

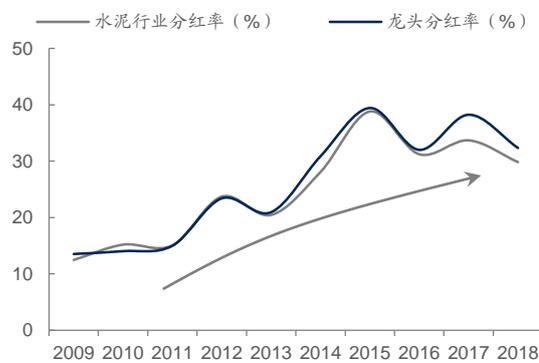
随着企业经营好转，经营性现金流增加，多数企业资本开支趋于保守，企业分红意愿明显提升。2018 年水泥行业分红规模达 146 亿元，同比增长约 67%，分红率约 30%，其中水泥龙头企业龙头公司分红规模达 126 亿元，同比增长 73%，分红率达 32%。整体分红金额达到历史最高规模，分红率处于过去十年的高位水平。

图 42: 水泥行业分红规模增长显著



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 43: 水泥行业及龙头公司分红率水平处于高位



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 4: 水泥行业上市公司历史分红率及过去三年平均值 (%)

证券代码	证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	三年平均
002233.SZ	塔牌集团	41.19	42.27	41.36	49.61	58.79	49.92
000789.SZ	万年青	22.31	24.67	53.51	46.40	43.13	47.68
000546.SZ	金圆股份	0.00	0.00	97.42	10.18	9.54	39.05
600585.SH	海螺水泥	31.33	30.32	31.06	40.11	30.04	33.74
600449.SH	宁夏建材	31.70	48.07	33.18	31.19	33.50	32.62
600720.SH	祁连山	30.39	30.32	30.29	31.07	35.09	32.15
000877.SZ	天山股份	30.33	0.00	31.75	31.67	32.11	31.84
600801.SH	华新水泥	20.83	72.87	33.14	20.18	33.24	28.85
000935.SZ	四川双马	115.63	0.00	0.00	65.60	0.00	21.87
600668.SH	尖峰集团	30.39	30.83	30.16	9.87	17.54	19.19
600326.SH	西藏天路	42.95	22.76	21.04	20.96	15.40	19.13
601992.SH	金隅集团	9.87	7.94	18.28	18.07	18.01	18.12

表 4: 水泥行业上市公司历史分红率及过去三年平均值 (%)

000672.SZ	上峰水泥	35.14	39.90	16.81	10.28	21.59	16.23
000401.SZ	冀东水泥	194.13	0.00	0.00	0.00	36.34	12.11
600802.SH	福建水泥	30.04	0.00	30.41	0.00	3.73	11.38
600881.SH	亚泰集团	0.00	0.00	0.00	20.26	0.00	6.75
600425.SH	青松建化	856.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

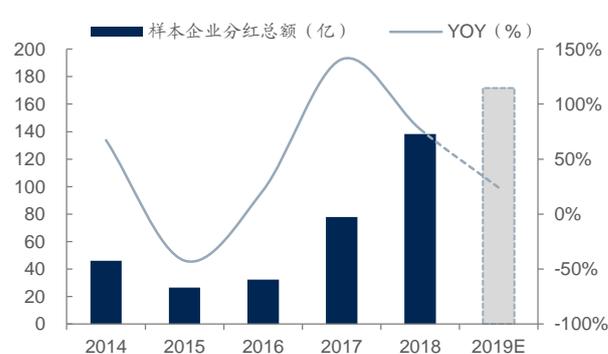
在系列报告之《“新均衡”下，水泥的“底”在哪里？》中，我们对目前行业在“新均衡”下可能出现的盈利波动的底部区域进行了具体的测算，根据对 10 家水泥样本企业的盈利测算结果，以及样本企业过去三年的平均分红率，我们预计 2019 年样本企业分红规模底部约为 126 亿，同比降低 8.9%，分红总额仅次于 2018 年；而若以 Wind 一致预测的 2019 年样本企业归母净利润水平进行测算，预计 2019 年的分红规模约 172 亿，同比增加 24.14%。由此测算，我们认为水泥行业分红规模仍然处于历史较高位水平，企业分红能力持续，即使在最悲观的假设下，企业仍然有望实现较大规模的现金分红。

图 44: 样本企业在业绩底部时测算的分红规模和增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

图 45: 样本企业在 Wind 一致预测业绩下测算的分红规模和增速



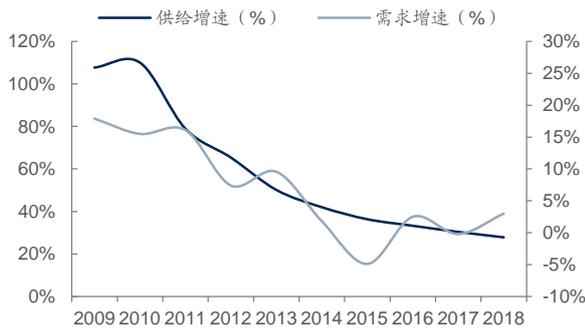
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

需求趋稳，供给缺乏弹性，未来行业波动性有望降低，分红稳定可期

我们自 2017 年中期策略以来，在多篇报告中均提到目前行业运行呈现以下几个特点：

1. 行业的快速扩张周期已经过去，供需轧差快速收敛，且波动幅度减小；
2. 多年的发展，行业集中度不断提升，行业寡头、区域寡头已经形成；
3. 虽然需求端出现一定下行，但目前宏观政策托底，供给端仍然受到严控（环保、错峰、企业协同等），行业现阶段的均衡有望持续，价格高位趋稳，波动减小，周期性减弱。

图 46: 近 10 年水泥行业供求增速变动



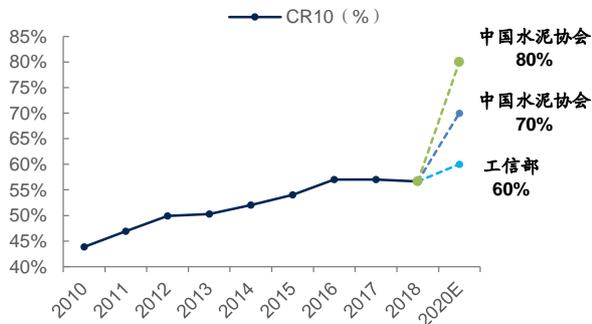
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 47: 水泥熟料供需增速差逐步收敛



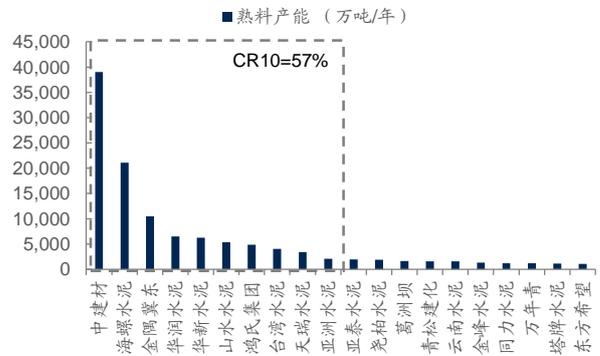
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 48: 我国前十大水泥企业熟料产能集中度



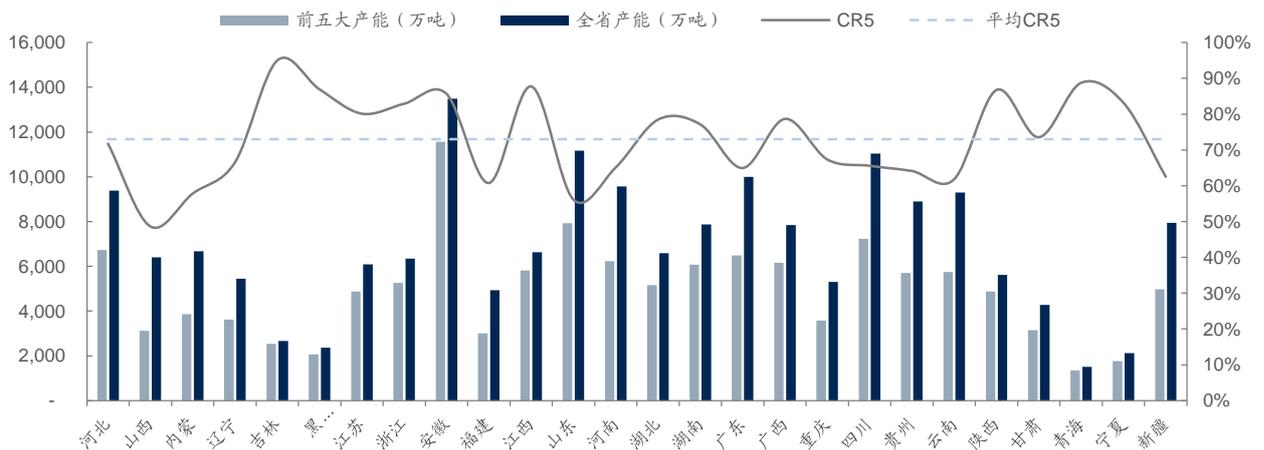
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 49: 全国玻璃前十企业集中度达 68.6%



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 50: 全国各省前五大水泥企业产能及 CR5 水平



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分析框架和思路详见 2019 年中期投资策略《暮色苍茫看劲松，乱云飞渡仍从容》、2019 年度投资策略《远山初见疑无路，曲径徐行渐有村》、2018 年中期投资策略《耐寒唯有东篱菊，金粟初开晓更清》、2017 年度投资策略《新均衡、新思路》、2017 年冬季投资策略《这个冬天不太冷》、2017 年中期投资策略《稳中求进、顺势而为》等，此处不赘述。

综上所述，在当前时点，行业需求端有宏观政策托底，供给端依然受到严控，行业“新均衡”格局得到印证和延续。在“新均衡”下，产品价格较过去几年有望表现更加平稳，行业周期性特点下降，企业盈利的波动性有望减小并维持较高水平。对于优质龙头企业，其本身具有更优秀的成本把控能力和管理水平，依托规模优势、产品优势以及议价能力等，相对竞争优势明显，经营过程中所获得的净现金流回笼有望高于行业均值，未来分红率有望进一步提升，在行业的价格波动率下降以及供给持续受到控制的背景下，这种较高的分红能力具有一定的持续性。

投资建议：关注具有稳定现金分红潜力的上市公司

除水泥板块外，我们注意到，在建材板块中的其他重资产企业也具有类似在盈利好转、资本开支减少后，倾向于提高企业分红水平的特点。针对个股，我们使用建材板块各公司过去三年平均分红率和股息率进行测算和筛选，出前 20 名，其筛选条件如下：

1. 过去三年连续进行分红，或
2. 2016-2018 年未连续分红，但至少两年分红，且有披露未来股东回报；
3. 为保持稳定性，剔除当年分红率较上年增长幅度超过 100 个百分点的个股；

表 5: 建材行业过去三年分红率及平均值

序号	证券代码	证券简称	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	三年平均
1	002795.SZ	永和智控	74.21%	86.16%	122.95%	94.44%
2	002372.SZ	伟星新材	69.39%	73.67%	80.40%	74.49%
3	603601.SH	再升科技	108.58%	54.40%	51.02%	71.33%
4	601636.SH	旗滨集团	48.22%	70.66%	65.47%	61.45%
5	002088.SZ	鲁阳节能	22.35%	82.10%	76.59%	60.35%
6	600586.SH	金晶科技	0.00%	60.56%	109.35%	56.64%
7	601996.SH	丰林集团	54.01%	47.70%	49.61%	50.44%
8	002233.SZ	塔牌集团	41.36%	49.61%	58.79%	49.92%
9	000789.SZ	万年青	53.51%	46.40%	43.13%	47.68%
10	002302.SZ	西部建设	21.21%	83.57%	29.13%	44.63%
11	002798.SZ	帝欧家居	51.18%	48.92%	30.01%	43.37%
12	002043.SZ	兔宝宝	16.57%	54.36%	58.54%	43.16%
13	603737.SH	三棵树	59.85%	31.94%	30.52%	40.77%
14	300395.SZ	菲利华	45.54%	36.86%	37.17%	39.86%
15	002080.SZ	中材科技	52.46%	31.54%	33.58%	39.19%
16	000546.SZ	金圆股份	97.42%	10.18%	9.54%	39.05%
17	000023.SZ	深天地 A	55.77%	22.75%	31.63%	36.72%
18	600176.SH	中国巨石	39.98%	33.94%	33.19%	35.70%
19	600585.SH	海螺水泥	31.06%	40.11%	30.04%	33.74%
20	600449.SH	宁夏建材	33.18%	31.19%	33.50%	32.62%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 6: 建筑材料上市公司 2019 年股息率排名

序号	证券代码	证券简称	2016	2017	2018	2019E	2019 年涨跌幅 (%)	股东回报公告日	承诺分红内容
1	000789.SZ	万年青	2.91%	4.15%	6.73%	8.15%	29.11%	2019-3-29	2019-2021 年，在满足现金分红条件时，每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 20%
2	601636.SH	旗滨集团	4.30%	6.45%	6.18%	7.88%	22.95%	2017-6-27	2017-2021 年，在满足各项规定和现金分红条件下，每年进行一次现金分红，公司在足额预留法定公积金、任意公积金以后，每年向股东现金分配股利不低于当年实现的可分配利润

表 6: 建筑材料上市公司 2019 年股息率排名

序号	证券代码	证券简称	2019 股息率	2018 股息率	2017 股息率	2016 股息率	2015 股息率	2014 股息率	备注
3	002233.SZ	塔牌集团	2.38%	3.12%	7.49%	6.11%	16.56%		的 50%
4	002088.SZ	鲁阳节能	0.65%	4.09%	5.17%	5.68%	21.01%	2019-4-30	2019-2021 年,在保证最低现金分红比例和公司股本规模合理的前提下,每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 20%
5	600720.SH	祁连山	0.91%	2.43%	3.66%	5.59%	67.78%	2018-8-18	2018-2020 年,在保证公司能够持续经营和长期发展的前提下,最近三年以现金方式累计分配的利润应不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十,且当年利润分配总额不低于当年实现的合并可供分配利润的 30%。
6	600585.SH	海螺水泥	3.13%	5.28%	5.01%	5.45%	64.01%		
7	600801.SH	华新水泥	1.37%	2.60%	7.10%	5.29%	78.42%		
8	600449.SH	宁夏建材	0.41%	1.87%	3.26%	5.00%	39.36%	2018-3-24	2018-2020 年,在公司当年盈利且累计未分配利润为正数的前提下,最近三年以现金方式累计分配的利润应不少于最近三年实现的年均可分配利润(合并报表中归属于母公司的净利润)的百分之三十。
9	000877.SZ	天山股份	0.55%	0.80%	4.46%	4.32%	50.90%	2018-3-23	2018-2020 年,若实现盈利,且弥补以前年度亏损和依法提取法定公积金后,如无重大投资计划或重大现金支出生,此三个连续年度内公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的百分之三十。
10	000672.SZ	上峰水泥	0.44%	0.98%	3.95%	3.44%	91.80%		

资料来源: WIND 一致预期、国信证券经济研究所整理

表 7: 股息率敏感性测试

序号	证券代码	证券简称	2019 股息率排名	三年平均分红率(%)	分红率+5%	股息率(%)	分红率(+10%)	股息率(%)
1	000789.SZ	万年青	1	47.68%	52.68%	8.63%	57.68%	9.45%
2	601636.SH	旗滨集团	2	61.45%	66.45%	7.57%	71.45%	8.14%
3	002233.SZ	塔牌集团	3	49.92%	54.92%	6.56%	59.92%	7.16%
4	002088.SZ	鲁阳节能	4	60.35%	65.35%	7.23%	70.35%	7.78%
5	600720.SH	祁连山	5	32.15%	37.15%	5.24%	42.15%	5.94%
6	600585.SH	海螺水泥	6	33.74%	38.74%	5.46%	43.74%	6.16%
7	600801.SH	华新水泥	7	28.85%	33.85%	5.43%	38.85%	6.24%
8	600449.SH	宁夏建材	8	32.62%	37.62%	5.01%	42.62%	5.67%
9	000877.SZ	天山股份	9	31.84%	36.84%	4.90%	41.84%	5.57%
10	000672.SZ	上峰水泥	10	16.23%	21.23%	3.37%	26.23%	4.16%

资料来源: WIND 一致预期、国信证券经济研究所整理

综合分析,2016 年以来,水泥行业进入“新均衡”状态,2018 年后“新均衡”步入第二阶段,水泥价格高位保持高位区间震荡,盈利能力显著提升,行业经营活动现金流得到大幅改善;同时企业产能扩张受限,资本支出趋于保守,大部分企业优先选择将历史积累的债务进行偿还,加速降低公司杠杆水平,水泥企业账面现金出现大幅提升,分红意愿明显提升;按现阶段宏观环境推演,“新均衡”有望延续,则相关企业的高分红能力预计将具有一定持续性。推荐关注根据过去三年平均分红率、公告承诺股东回报情况、19 年预期股息率等指标筛选出来的具有可持续较高现金分红潜力的上市公司标的:旗滨集团、塔牌集团、鲁阳节能、祁连山、海螺水泥、华新水泥、宁夏建材、天山股份、上峰水泥。

风险提示

- (1) 行业需求端超预期下滑;
- (2) 产能限制政策松动,供给超预期;
- (3) 企业资本开支超预期增加。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032