

水泥制造

2020年投资策略：水泥维持景气高位，区域差异继续收窄

在2018年新开工大增和4季度逆周期调控的传导下，2019年水泥需求继续扩张，景气攀升至历史高位，截至2019年12月20日水泥板块涨幅49.8%，在104个二级行业中排名第13，连续4年获得超额收益。

展望2020年：

中期供给约束下产能利用率下行幅度有限，我们判断2020年行业景气维持高位震荡。（1）需求端：基建温和回升，地产销售、投资端减速仍有韧性，中性假设下，我们预计全国水泥需求增长1%。分区来看，地方财力较为雄厚以及政策重点支持的长三角、珠三角（粤港澳大湾区）是结构性亮点，重点工程需求占比较高的西南、泛京津冀需求也有望正增长。（2）供给端：蓝天保卫战时限下泛京津冀的山西、天津、河南、河北、山东以及长三角的江苏、安徽等省市面临达标压力，环保将对2020年的产能发挥产生重要影响，供给将面临减量压力。取消32.5标号水泥也将提升产能利用率。虽然产能置换增加供给压力，但尚难影响整体格局，2020年预计新投产熟料产能约3066万吨，剔除淘汰2500t/d及以上的生产线后净新增约1003万吨，相当于全国的1.1%。

我们判断2020年行业景气相对平稳，南北景气差异收窄的趋势将延续，（1）泛京津冀区域在格局优化和需求回升下将延续景气改善，（2）长三角、两广在高产能利用率下景气将维持高位震荡，（3）西北和西南地区受益基建需求改善，景气有望平稳向上，（4）但新增产能相对集中的区域，例如闽西南、云南局部区域将面临一定压力。

展望更长期，需求下行期的海外经验显示，去产能是关键，格局决定波动幅度、需求下行斜率是压力测试，但我国水泥市场初始条件更优。通过对日韩台美等成熟水泥市场分析，我们认为我国大陆市场初始条件更优，在成功实现去产能、进入新的平衡期后，行业盈利中枢仍能够保持在中高水平，景气波动取决于需求下行斜率与集中度提升的节奏。

投资建议：（1）中期继续看好基本面向好，景气度有望进一步提升，市净率仍较低的泛京津冀、陕甘等区域标的，推荐冀东水泥、祁连山、宁夏建材、天山股份等。（2）看好华东、华南区域水泥企业的现金流与高分红价值，以及产业链延伸、海外布局以及潜在整合的能力，推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青、塔牌集团。

风险提示：宏观政策反复、环保超预期放松、市场竞争态势恶化风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号：S0680519080001

邮箱：shifengyuan@gszq.com

相关研究

1、《水泥行业2019年投资策略：周期往复，看好》2019-01-08

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600585	海螺水泥*	-	5.63	6.18	6.27	6.38	8.6	7.8	7.7	7.6
000401	冀东水泥	买入	1.10	2.28	3.01	3.43	14.2	6.9	5.2	4.6
600720	祁连山	增持	0.84	1.55	1.59	1.74	13.5	7.3	7.2	6.5
600801	华新水泥	增持	2.47	3.23	2.98	3.08	6.7	7.1	7.7	7.5
000672	上峰水泥	增持	1.81	2.72	2.83	2.88	9.4	6.2	6.0	5.9
000789	万年青*	-	1.85	1.67	1.77	1.83	5.9	6.6	6.2	6.0
000877	天山股份*	-	1.18	1.57	1.73	1.86	9.4	7.1	6.4	6.0
002233	塔牌集团*	-	1.45	1.29	1.50	1.63	8.1	9.1	7.8	7.2

注：“*”标的盈利预测来自Wind一致预期

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

1、2019年回顾：行业盈利再上新台阶.....	4
2、2020年基建延续温和回升，地产需求减速具备韧性.....	7
3、中期供给约束下产能利用率下行幅度有限，景气中高位震荡.....	8
3.1、“蓝天保卫战”时限将至，环保总量约束严格.....	8
3.2、净新增产能压力边际增大，但尚难影响整体格局.....	9
3.3、2020年行业景气有望高位震荡.....	12
3.4、区域景气差异继续收窄，继续看好泛京津冀.....	13
3.4.1、泛京津冀：中长期供需关系的改善与区域格局的持续优化推动景气持续上行.....	14
3.4.2、长三角、两广：需求有亮点、格局稳定，高产能利用率下景气高位震荡.....	14
3.4.3、西南、西北：受益基建需求改善，景气平稳向上.....	15
4、海外对标管窥长期脉络：需求下行期去产能是关键，格局决定波动幅度，我国水泥市场初始条件更优.....	16
4.1、产能利用率是核心指标，去产能是必经之路.....	16
4.2、格局、集中度影响需求下行期景气波动性.....	18
4.3、需求下行斜率是行业格局的压力测试.....	19
4.4、总结.....	19
5、投资建议.....	20
风险提示.....	24

图表目录

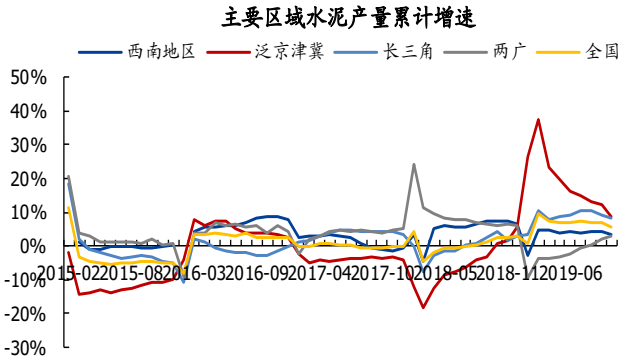
图表 1：2019年以来全国水泥需求较为强劲.....	4
图表 2：2016年以来水泥行业利润总额逐年上升，2019年有望再创新高.....	4
图表 3：水泥板块位居2019年SW二级行业涨幅第13（截至12月20日）.....	4
图表 4：水泥行业2016-2019年连续四年相对全部A股录得超额收益（2019年数据截至12月20日）.....	4
图表 5：2019年省会高标水泥均价提升最大的是泛京津冀等区域（单位：元/吨）.....	5
图表 6：2018-2019年水泥板块重点个股股价走势回顾.....	6
图表 7：2018年四季度以来基建投资增速见底回升.....	7
图表 8：地产投资具备韧性（建安工程明显反弹，土地购置费增速回落）.....	7
图表 9：年初以来全国地产销售、拿地、新开工走弱，竣工反弹.....	7
图表 10：5月以后房地产开发资金来源增速相对平稳.....	7
图表 11：2018年各省市“十三五”约束性指标完成程度，泛京津冀地区压力相对较大.....	8
图表 12：2019年全国新投产生产线与新增产能测算（含部分拟投产生产线）.....	9
图表 13：2020年预计新投产生产线.....	10
图表 14：2019年内全国公示产能置换方案涉及的新建项目（网站公示部分）.....	11
图表 15：在需求端悲观假设（下滑3%）下我们测算得到2020年全国水泥剔除错峰后产能利用率仅下降0.7pct.....	12
图表 16：2018年全国水泥企业熟料产能集中度较2012年有明显提升.....	12
图表 17：2012年、2015年全国高标水泥均价跌幅较大源于产能利用率的显著下降.....	13
图表 18：2020年全国主要区域理论供需预测.....	13
图表 19：2013年以来南北水泥需求分化加剧.....	14
图表 20：2013年以来京津冀需求累计下滑幅度超过20%.....	14
图表 21：年初以来全国水泥价格延续高位震荡.....	15
图表 22：年初以来泛京津冀地区价格中枢显著提升.....	15

图表 23: 年初以来长三角水泥价格维持高位震荡	15
图表 24: Q4 以来两广水泥价格大幅反弹超出预期.....	15
图表 25: 西南地区水泥均价受贵州拖累中枢下移	16
图表 26: 下半年以来西北地区水泥均价同比涨幅扩大.....	16
图表 27: 日本水泥窑产能去化步伐较快, 1998、2008 年两次需求大幅下滑加速了去产能的进程.....	17
图表 28: 日本水泥价格大趋势跟随产能利用率变动.....	17
图表 29: 日本代表企业住友大阪水泥的盈利中枢在需求下行期结束后并未明显下降.....	17
图表 30: 日本代表企业太平洋水泥的盈利中枢在需求下行期结束后并未明显下降.....	17
图表 31: 日本代表企业住友大阪水泥的盈利能力波动趋势与行业产能利用率紧密相关.....	17
图表 32: 日本代表企业太平洋水泥的盈利能力波动趋势与行业产能利用率紧密相关.....	17
图表 33: 日本水泥企业盈利在需求下行期波动幅度相对较小.....	18
图表 34: 台湾需求下降进入新的平台期后水泥价格和企业盈利见底回升.....	18
图表 35: 韩国水泥企业盈利在需求下行期下滑幅度较大	19
图表 36: 美国市场主要参与者是全球水泥龙头企业, 集中度相对较高	19
图表 37: 我国大陆水泥需求尚处在高位平台期, 近年随着供给约束强化, 盈利指标连续上行.....	20
图表 38: 高盈利下水泥股股息率水平较好.....	21
图表 39: 国外水泥龙头企业产业链延伸取得突出成果.....	22
图表 40: 海螺水泥净现金流价值测算.....	22

1、2019年回顾：行业盈利再上新台阶

在2018年地产新开工大增和4季度逆周期调控的传导下，2019年水泥需求继续扩张，景气攀升至历史高位。A股表现方面，在2016-2018年及2019年（截至12月20日）水泥行业也连续录得超额收益，各期涨跌幅分别位列申万104个二级行业分类中的第11名、第7名、第4名和第13名。

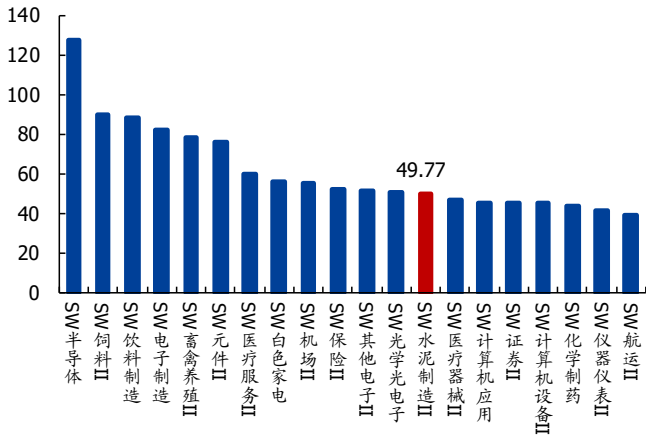
图表1：2019年以来全国水泥需求较为强劲



资料来源：Wind、国盛证券研究所

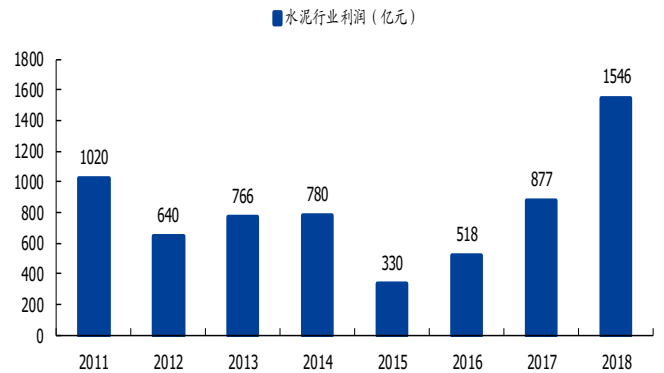
图表3：水泥板块位居2019年SW二级行业涨幅第13（截至12月20日）

2019年涨跌幅前20的二级行业（%）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

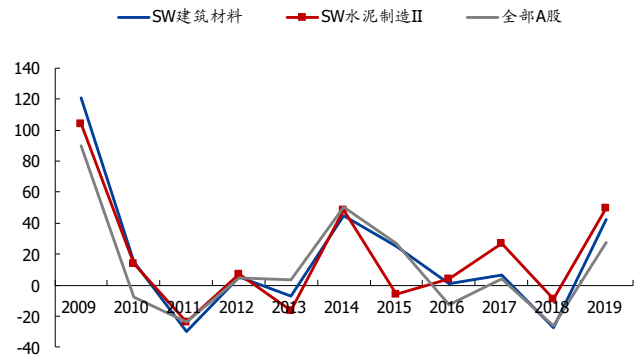
图表2：2016年以来水泥行业利润总额逐年上升，2019年有望再创新高



资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表4：水泥行业2016-2019年连续四年相对全部A股录得超额收益（2019年数据截至12月20日）

SW水泥制造板块、SW建筑材料板块与全部A股的年收益率（%）

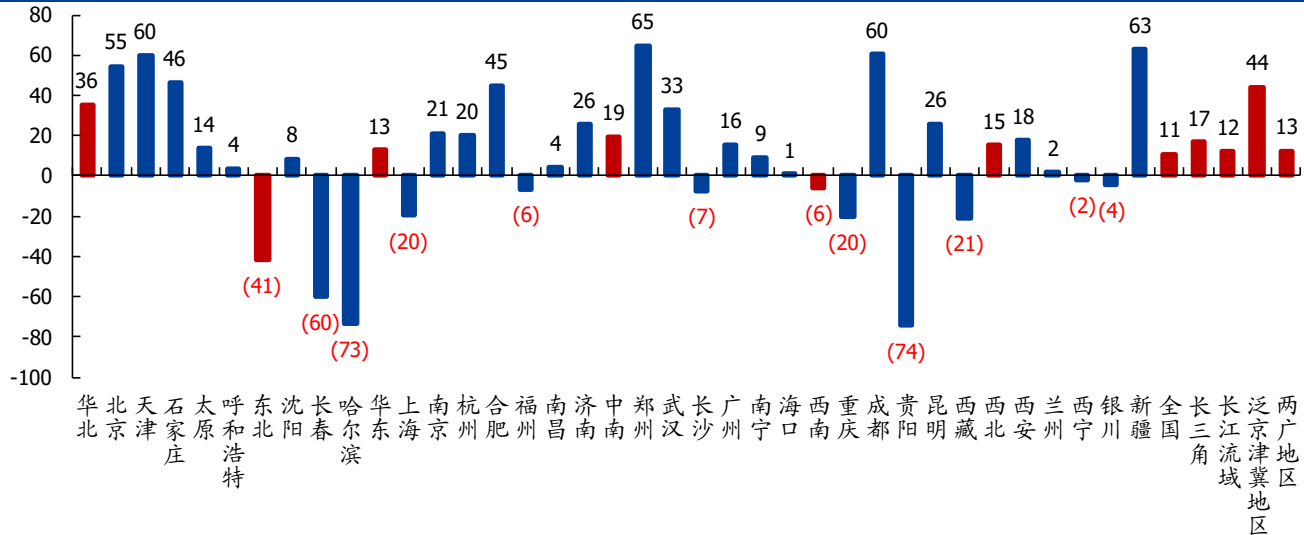


资料来源：Wind、国盛证券研究所

回顾2019年，水泥景气再度超出了先前的市场预期，行业利润总额有望再创历史新高，除了环保等因素造成的供给侧约束并未放松以外，更为重要的因素是水泥需求自2018年下半年启动以来表现强劲，今年1-11月全国水泥产量同比增长6.1%，为2014年以来同期最高的增速，一方面自2018年宏观主基调转向“稳杠杆”以来，“稳增长”导向下基建投资持续温和回升，另一方面地产需求显现了“强韧性”，地产销售、新开工端整体趋势向下但斜率缓和，超出预期，1-11月商品房销售面积、房屋新开工面积分别同比增长0.2%、8.6%。

区域景气差异扭转了连续三年的扩张态势走向收敛，冀东水泥、祁连山等标的显示较强的业绩弹性，以海螺水泥、华新水泥为代表的南方龙头企业盈利仍在上移但高基数下增速放缓。从前11个月区域省会水泥均价来看，价格涨幅最大的区域是泛京津冀（+44元/吨），主要得益于供给强约束下需求反弹带来实际产能利用率的提升，长三角（+17元/吨）、珠三角（+12元/吨）景气高位震荡，但得益于强劲的需求，全年价格中枢同比上行。

图表 5: 2019 年省会高标水泥均价提升最大的是泛京津冀等区域 (单位: 元/吨)

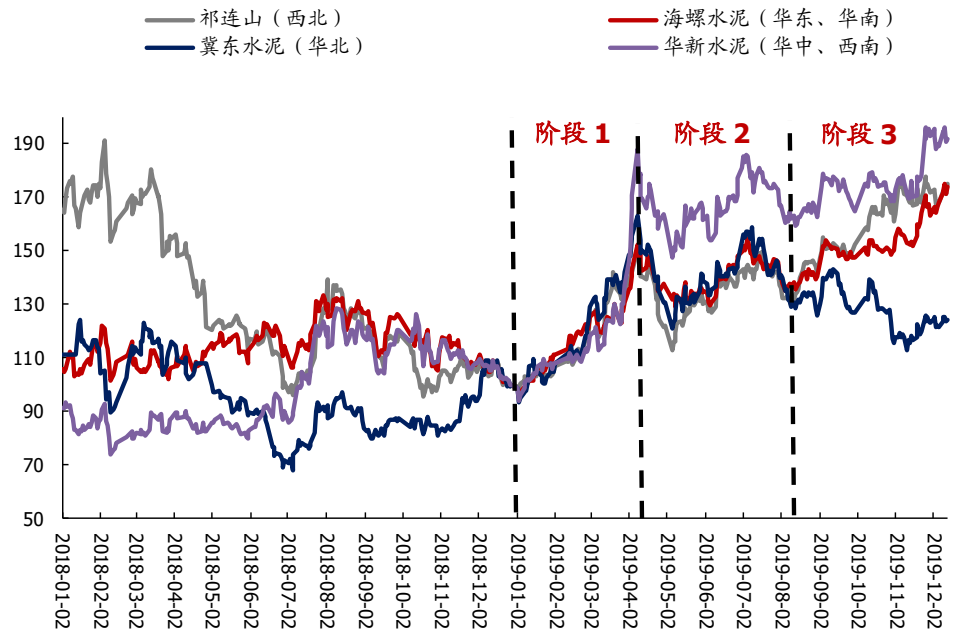


资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

对应到 A 股市场表现，水泥板块 2019 年表现可划分为 1-4 月、5-8 月和 9-12 月三个阶段，其中 1-4 月、9-12 月是两轮贡献显著超额收益的阶段。

- (1) 第一阶段为 1-4 月，行情由政策和业绩预期驱动，财政资金、专项债提前下达推动需求强劲回升，同期低基数下水泥股业绩显现弹性，龙头企业均有可观涨幅，以业绩弹性突出的华新水泥、冀东水泥涨幅领先。
- (2) 第二阶段为 5-8 月，4 月政治局会议对经济态度偏乐观，有所淡化“逆周期调节”，市场对基建、地产预期回落，水泥板块也出现了明显的调整，板块估值下行至历史低位。
- (3) 第三阶段为 9-12 月，随着经济下行压力加大，政策强化逆周期调节，叠加 Q4 南方市场景气略超预期，业绩估值共振下水泥板块出现集体上涨。

图表6: 2018-2019年水泥板块重点个股股价走势回顾



备注: 股价以 2018 年最后一个交易日收盘价为基数 100 进行换算所得

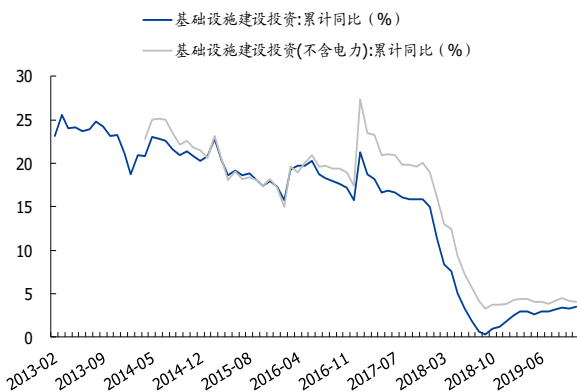
资料来源: Wind、国盛证券研究所

2、2020年基建延续温和回升，地产需求减速具备韧性

2019年中央经济工作会议指出：‘三期叠加’影响持续深化，经济下行压力加大”，实现明年预期目标，要坚持稳字当头。

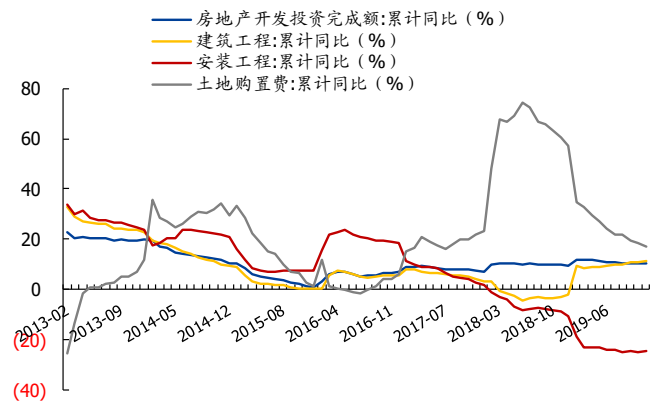
(1) 我们判断稳增长仍是硬要求，2020年政策将延续宽松、稳字当头、保持定力，坚持逆周期调节，预示货币政策可能继续宽松，以降低社会融资成本。(2) 财政政策方面主抓手仍是扩基建、平滑隐性债务和专项债，财政政策会“更加注重结构调整”，此次未提及专项债(2018年是“较大幅度增加地方政府专项债券规模”)，预示明年专项债可能扩容幅度有限。在中美贸易阶段性缓和背景下，预计短期出台大规模刺激政策的概率可能进一步下降。(3) 地产调控“房住不炒”总基调维持，但“全面落实因城施策”下地方政府主动性边际增强，后续差异化、结构化的调整可期，因此后续地产韧性仍然会比较强。

图表7：2018年四季度以来基建投资增速见底回升



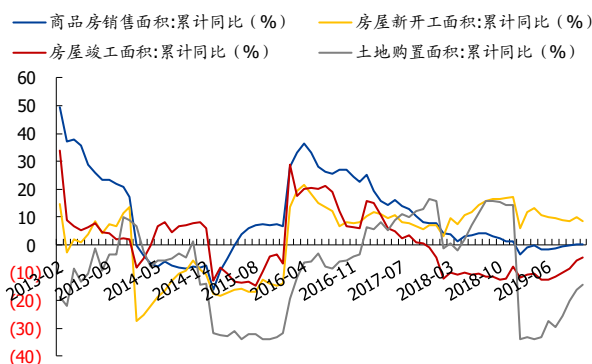
资料来源：国家统计局、Wind、国盛证券研究所

图表8：地产投资具备韧性（建安工程明显反弹，土地购置费增速回落）



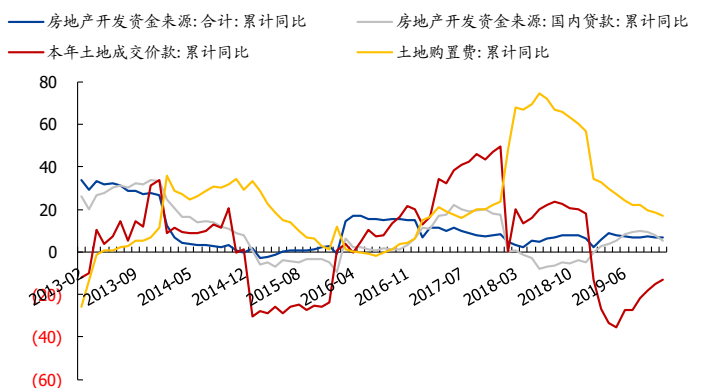
资料来源：国家统计局、Wind、国盛证券研究所

图表9：年初以来全国地产销售、拿地、新开工走弱，竣工反弹



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

图表10：5月以后房地产开发资金来源增速相对平稳



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

逆周期调节导向下，基建仍然是确定的改善方向，持续温和回升。2019年中央经济工作会议提出“引导资金投向先进制造、民生建设、基础设施短板等领域”、“加强战略性、网络型基础设施建设”，反映“扩基建”在地产总基调未变的情况下仍然是稳内需的关键着力点。

地产销售、投资端仍将面临趋势性下行压力，但施工端有韧性。此外，中央经济工作会议明确提出“加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造”，有望在一定程度上缓冲棚改体量减少的影响。

分区域来看，地方财力较为雄厚以及政策重点支持的长三角、珠三角（粤港澳大湾区）基建增量有望对冲地产下行压力，将成为新的结构性亮点。基建向上趋势下，重点工程需求占比较高的西南地区、西北地区、泛京津冀区域需求也有望维持正增长。

3、中期供给约束下产能利用率下行幅度有限，景气中高位震荡

3.1、“蓝天保卫战”时限将至，环保总量约束严格

环保总量约束将使得水泥供给不具备放松空间，“打赢蓝天保卫战”的时限约束下2020年管控或将进一步趋强。

蓝天保卫战及“十三五”时限下部分地区仍面临比较大的达标压力。从2018年各省市“十三五”约束性指标完成程度来看，地级及以上城市空气优良天数比例等指标仍有多省市未达标，其中差距较大的包括泛京津冀的山西、天津、河南、河北、山东以及长三角的江苏、安徽等省市。上述省区也均是“打赢蓝天保卫战三年行动计划”所划定的重点区域（京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等）。

我们判断环保压力仍然将对2020年的产能发挥产生重要影响，其中泛京津冀区域日常管控的频率和力度或将加强，供给进一步受限，长三角的江苏、安徽等地的产能发挥或也将受到临时性空气质量管控的影响。

图表 11: 2018 年各省市“十三五”约束性指标完成程度，泛京津冀地区压力相对较大

省区市	2020年约束性指标		2018年实际完成		距离目标	
	优良天数比例 (%)	对应平均优良天数	优良天数比例 (%)	对应平均优良天数	优良天数比例 (pct)	对应天数
山西	75.4	275	56.8	207	-18.6	-68
天津	70	256	58.1	212	-11.9	-43
安徽	82.9	303	71	259	-11.9	-43
河南	65	237	56.6	207	-8.4	-31
河北	63	230	58.4	213	-4.6	-17
江苏	72	263	68	248	-4.0	-15
湖北	80	292	76.7	280	-3.3	-12
广东	92.5	338	88.9	324	-3.6	-13
山东	62	226	60.4	220	-1.6	-6
内蒙古	83.8	306	83.6	305	-0.2	-1
海南	98.6	360	98.4	359	-0.2	-1

资料来源：各地环保部门、国盛证券研究所

此外，虽然政策禁止“一刀切”后，差异化调控成为错峰政策导向，但是错峰生产的模式和强度在环保推动和行业自律下基本得到维持，仅是部分地区因为供需关系变化等因素微调。

除环境空气质量以外，政策对生态环境破坏更大的督查和执法力度（例如保护区矿业权退出、退城入园等）客观上也会限制部分在产产能的发挥，甚至加速其退出。近期巢湖周边部分水泥企业因巢湖风景区专项巡查导致停止矿山开采与销售骨料的事件即是一个例子，长三角地区部分接近城市或者保护区核心区的产能将面临停产或完全退出的压力。

3.2、净新增产能压力边际增大，但尚难影响整体格局

与前几轮周期相比，2016年以来水泥供给侧已上升到新的阶段，使得景气在高位具备强韧性，一是新增产能规模锐减，二是行业集中度的提升以及行业性协调机制的优化（C12+3、区域市场协调组织），三是错峰生产模式的推广和深化约束了产能发挥，提升了实际产能利用率，四是环保节能力度趋增强对供给的约束，例如京津冀区域日常化的空气污染管控、长三角因环保、能耗因素的停限产等。

高景气下行业新增供给风险可供，预计但压力或边际增大。2017年行业景气上升至高位以来，2018年、2019年两年新增熟料产能规模均维持低位，据数字水泥网统计，2019年预计新增1263万吨，我们测算若剔除产能置换下淘汰的2500t/d及以上的生产线，熟料产能净新增约1108万吨，相当于上年末全国熟料产能的1.2%左右，2020年预计新投产生产线熟料产能约3066万吨，剔除产能置换下淘汰的2500t/d及以上的生产线，熟料产能净新增约1003万吨，相当于全国熟料产能的1.1%左右，考虑年内实际点火时间和产能释放因素，预计2020年新增产能的冲击仍然比较有限。

图表 12: 2019年全国新投产生产线与新增产能测算（含部分拟投产生产线）

省区	项目名称	所在市县	产能规格 (t/d)	设计年产能 (万吨)	备注 (新增类型)	退出年产能 (万吨)	其中退出2500t/d及以上生产线年产能 (万吨)	所在省区2018年底设计产能 (万吨)	净新增占比
山西	山西国金电力	吕梁文水	5000	155	延续建设				
山西	山西西山华通水泥有限公司	太原古交	5000	155	延续建设				
山西合计			10000	310				6405	4.8%
安徽	芜湖南方水泥有限公司	芜湖繁昌	4500	140	产能置换	148	0	13497	1.0%
福建	永安金牛水泥有限公司	三明永安	5000	155	产能置换	155	0	4938	3.1%
湖北	湖北京兰集团	荆门京山	4000	124	产能置换	124	78	6581	0.7%
湖南	湖南桃江南方水泥有限公司	益阳桃江	5000	155	延续建设			7874	2.0%
广东	塔牌水泥有限公司万吨线二期	梅州蕉岭	10000	310	延续建设			9998	3.1%
广西	北流市路宝水泥有限公司	玉林北流	5000	155	早期置换	155	0		
广西	融安万德七星（鱼峰）水泥	柳州融安	4000	124	产能置换	135	0		
广西合计			9000	279		290	0	7837	3.6%
贵州	遵义赛德水泥有限公司	遵义	4500	140	产能置换	158	78		
贵州	安顺华润水泥有限公司	安顺	5000	155	延续建设				
贵州合计			9500	295		158	78	8900	2.4%
云南	华宁玉珠水泥有限公司	玉溪华宁	5000	155	产能置换	155	0		
云南	云南明良江水泥	昆明宜良	2500	78	产能置换	78	0		
云南	云南禄劝华新水泥	昆明禄劝	5000	155	延续建设	155	0		
云南合计			12500	388		388	0	9294	4.2%
甘肃	天水武山祁连山水泥	天水武山	5000	155	技改迁建			4278	3.6%
汇总:									
全国合计			74500	2310		1263	155	181923	1.2%
泛京津冀			10000	310		0	0	36944	0.8%
长三角			4500	140		148	0	25928	0.5%
两广			19000	589		290	0	17834	3.3%

资料来源：数字水泥网、互联网资料、国盛证券研究所

图表 13: 2020 年预计新投产生产线

省区	项目名称	所在市县	产能规格 (t/d)	设计年产能 (万吨)	退出年产能 (万吨)	其中退出 2500t/d 及以上生产线年产能 (万吨)
福建	福建永定兴鑫水泥有限公司 (闽福建材)	龙岩永定	5000	155	155	155
福建	福建春驰集团新丰水泥有限公司	龙岩	5500	171	213	0
福建	福建水泥顺昌炼石水泥厂	南平顺昌	5000	155	155	0
福建合计			15500	481	523	155
江西	江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂	上饶万年	5000	155	160	160
江西	江西万年青水泥股份有限公司德安	九江德安	6600	205	207	78
江西	江西宜春红狮水泥有限公司	宜春	5000	155		
江西合计			16600	515	367	238
浙江	杭州山亚南方水泥公司	杭州富阳	5000	155	233	202
浙江	湖州槐坎南方水泥有限公司	湖州长兴	7500	233	465	465
浙江合计			12500	388	698	667
湖北	华新水泥 (黄石) 有限公司	黄石阳新	9194	285	290	195
云南	云南省活发集团刘总旗水泥有限公司	玉溪	5000	155	176	103
云南	云南红塔滇西水泥股份有限公司宾川分公司	大理宾川	6000	186	225	124
云南	云南易门大椿树水泥有限责任公司	玉溪易门	4000	124	124	78
云南	景谷红狮水泥有限公司	普洱景谷	3000	93	116	75
云南	祥云建云水泥有限公司	大理祥云	3000	93	93	0
云南	丽江巨龙交通能源投资有限公司	丽江宁蒗	2500	78	97	0
云南	丽江古城西南水泥有限公司	丽江	5000	155	194	124
云南合计			28500	884	1025	504
西藏	拉萨城投祁连山水泥有限公司	拉萨达孜	4000	124	133	72
西藏	西藏八宿县海螺水泥有限责任公司	昌都八宿	2500	78	78	78
西藏合计			6500	202	211	150
宁夏	吴忠赛马水泥	吴忠	5100	158	161	0
新疆	和田尧柏水泥有限公司	和田墨玉	5000	155	202	155
汇总:						
全国合计			98894	3066	3476	2063
泛京津冀			0	0	0	0
长三角			12500	388	698	667
两广			0	0	0	0

资料来源: 数字水泥网、互联网资料、国盛证券研究所

值得注意的是行业持续高景气下产能置换持续放量, 新增产能压力将边际增加, 云南、广西等局部区域的竞争格局或将受到新增产能的挑战。根据我们的统计, 2019 年内披露产能置换方案中涉及新建项目年设计熟料产能超过 3000 万吨 (与 2018 年体量接近, 但 2018 年是置换新政策落实第一年, 部分公示方案属于在建或已投产项目的补充公示), 若剔除产能置换下淘汰的 2500t/d 及以上生产线, 预计净新增产能或超过 1500 万吨, 区域分布集中在广西、云南、江西等区域。

图表 14: 2019 年内全国公示产能置换方案涉及的新建项目 (网站公示部分)

置换新建项目名称	新增产能所在省市	置换产线年产能 (万吨)
运城中联水泥有限公司 5000t/d	山西	155
鸡西赛龙水泥制造有限公司 2500t/d	黑龙江	78
齐齐哈尔市浩源水泥有限责任公司 2500t/d	黑龙江	78
黑龙江合计		155
江苏宜城南方水泥有限公司 225万吨	江苏	225
福建春驰集团新丰水泥有限公司 5500t/d	福建	171
江西玉山南山水泥有限公司 7500t/d	江西	233
江西万基水泥有限公司 4000t/d 技改项目	江西	124
江西银杉新材料有限公司 1500t/d	江西	47
江西合计		403
咸丰天鑫水泥有限公司 3200t/d	湖北	99
广西合山虎鹰建材有限公司 (二期) 5500t/d	广西	171
南宁红狮水泥有限公司 5000t/d	广西	155
广西鱼峰水泥股份有限公司 5500t/d	广西	171
广西东泥天等水泥有限公司 年产 150 万吨	广西	150
广西东泥天等水泥有限公司 5000t/d 技改项目	广西	155
广西新东运矿业有限公司 年产 165 万吨	广西	165
广西合计		966
毕节西南水泥有限公司 4000t/d	贵州	124
贵州从江明达水泥有限公司 技改项目 150 万吨/年	贵州	150
贵州合计		274
南江海螺水泥有限责任公司 5000t/d	四川	155
旺苍川煤水泥有限责任公司 4400t/d	四川	136
四川省二郎山喇叭河水泥有限公司 新建二期水泥项目 2500t/d	四川	78
四川合计		369
云南尖峰大展水泥有限公司 4000t/d	云南	124
丽江古城西南水泥有限公司 5000t/d	云南	155
昆明东山水泥生产有限公司 2500t/d	云南	75
华润水泥 (弥渡) 有限公司 二期新型干法熟料水泥技改扩建项目 4000t/d	云南	124
云南合计		478
日喀则市雅曲新型建材有限公司 4000t/d	西藏	124
汇总:		
全国合计		3419
泛京津冀		155
长三角		225
两广		966

资料来源: 数字水泥网、互联网资料、国盛证券研究所

取消 32.5 标号水泥将提升熟料产能利用率。正式取消 32.5 标号水泥的国标修改单于 2019 年 10 月起实施, M32.5 等品种水泥或替代部分原有需求, 按 50%PC32.5R 产品转产 P.C42.5 (复合)、P.P32.5 (火山灰)、P.F32.5 (粉煤灰) 三种产品的比例测算, 有望增加 0.5 亿吨熟料使用量, 提升产能利用率 2.5pct。此外, 除了已经落实的新疆以外, 青海也将于明年 1 月 31 日起全面取消 32.5 等级水泥。

我们测算实际产能利用率仍维持高位, 需求悲观假设下剔除错峰后产能利用率下降幅度仍非常有限。按照需求中性/悲观/乐观假设 (水泥需求分别增长 1%/-3%/5%), 结合错峰力度维持以及 32.5 标号的取消, 我们测算得到 2020 年剔除错峰后的熟料产能利用率为 92.7%/96.4%/100.1%, 分别较 2019 年变化-0.7pct/+2.1pct/+4.9pct, 即便在悲观情景假设下, 剔除错峰后产能利用率下降幅度仍然较为有限。考虑到区域根据实际需求情况的微调, 预计实际产能利用率仍维持高位震荡。

图表 15: 在需求端悲观假设 (下滑 3%) 下我们测算得到 2020 年全国水泥剔除错峰后产能利用率仅下降 0.7pct

	实际产能测算 (万吨/年)		熟料产量 (万吨)	产能利用率		
	剔除错峰后	未剔除错峰		剔除错峰后	未剔除错峰	
2011		145351	128137		88.2%	
2012		166323	127854		76.9%	
2013		180765	136151		75.3%	
2014		190346	141665		74.4%	
2015	189274	196520	133487	70.5%	67.9%	
2016	171885	199755	137614	80.1%	68.9%	
2017	164180	200318	139966	85.3%	69.9%	
2018	158707	199615	142269	89.6%	71.3%	
2019E	160784	201773	150094	93.4%	74.4%	
	悲观需求情景	162418	203488	150591	92.7%	74.0%
2020E	中性需求情景	162418	203488	156595	96.4%	77.0%
	乐观需求情景	162418	203488	162599	100.1%	79.9%

备注: 需求乐观/中性/悲观情景下分别假设水泥需求增长5%/1%/-3%

资料来源: 数字水泥网、国家统计局、国盛证券研究所

另一方面, 前十大水泥企业的集中度已经从 2012 年的 51% 提升至 2018 年的 57%, 加之区域平台的设立运行, 也使得市场应对需求走弱的韧性得到提升。

图表 16: 2018 年全国水泥企业熟料产能集中度较 2012 年有明显提升

企业名称	2012 年末熟料设计产能 (万吨)	企业名称	2018 年末熟料设计产能 (万吨)
中国建材	27974	中国建材	39020
海螺水泥	15863	海螺水泥	21077
中材集团	7200	金隅冀东	10481
冀东水泥	6997	华润水泥	6495
华润水泥	5423	华新 (含拉豪)	6231
华新水泥	4211	山水水泥	5342
山水集团	4106	红狮	4952
台泥	3581	台泥	4067
金隅集团	3216	天瑞	3395
天瑞水泥	3023	亚泥	2062
前十大占比	51%	前十大占比	57%

资料来源: 数字水泥网、水泥地理、国盛证券研究所

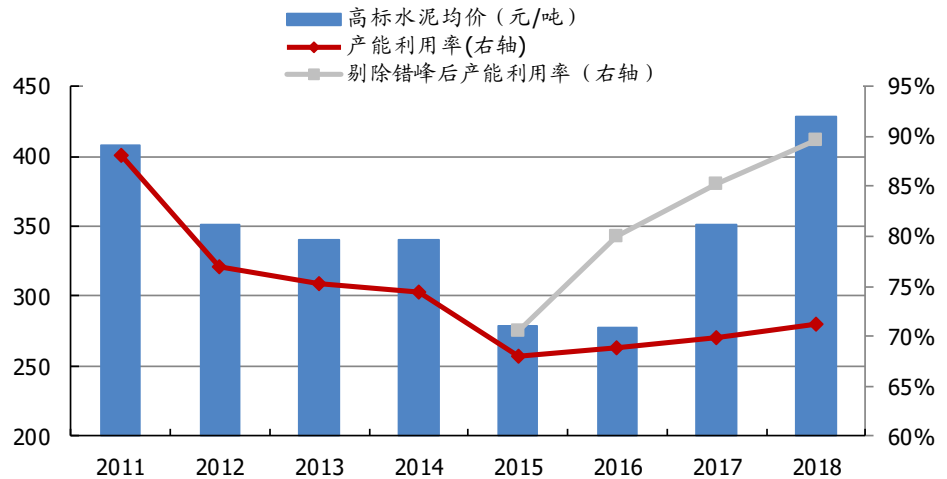
3.3、2020 年行业景气有望高位震荡

前两轮地产下行周期 (2011-2012 年、2014-2015 年) 中, 造成水泥价格跌幅较大的主要原因是供需边际恶化幅度较大, 2012 年、2015 年两年产能利用率同比上一年分别下降了 11.3pct 和 6.5pct。

基于上文测算, 我们判断 2020 年行业景气将继续维持高位震荡, 即便进行悲观假设, 3-5 个百分点以内的需求下降也难以对行业景气造成显著冲击。根据我们上文的测算, 明年全行业实际产能利用率将继续维持高位, 若悲观假设需求下降 3%/5%, 剔除错峰后产能利用率将较 2019 年下降 0.7/2.5pct, 考虑到行业集中度的提升和环保的总量约束,

景气具备较强韧性。我们预计水泥行业价格维持正常季节性规律震荡。

图表 17: 2012 年、2015 年全国高标水泥均价跌幅较大源于产能利用率的显著下降



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

3.4、区域景气差异继续收窄，继续看好泛京津冀

2020 年行业景气相对平稳的背景下，南北景气差异收窄的趋势仍然将延续，(1) 其中泛京津冀区域在格局优化和需求回升下将持续景气改善，(2) 长三角、两广在高产能利用率下景气将维持高位震荡，(3) 西北和西南地区受益基建需求改善，景气有望平稳向上，(4) 但新增产能相对集中的区域，例如闽西南、云南局部区域将面临一定压力。

图表 18: 2020 年全国主要区域理论供需预测

	剔除错峰后产能预测——同比增速		需求预测——同比增速		说明
	2019E	2020E	2019E	2020E	
京津冀	-3.5%	0.0%	3.0%	2.0%	2020 年泛京津冀理论供给能力下降主要因河南调整 2018-2019 年采暖季错峰豁免政策。
泛京津冀	-0.5%	-2.2%	6.0%	1.0%	
长三角	2.9%	0.4%	8.0%	0.0%	2020 年理论供给能力增长主要因安徽新增产能，但受环保、能耗因素对部分产能发挥的影响，实际供给增长小于理论值。
两广	2.8%	2.1%	3.0%	1.0%	2020 年理论供给能力增长主要受区域新增产能影响。
西南	3.1%	3.0%	3.8%	1.0%	2020 年理论供给能力增长主要受云南和贵州等地新增产能影响。
西北	-3.2%	0.6%	6.5%	1.0%	2020 年理论供给能力略有增加主要受新疆文件要求错峰天数因需求反弹调减影响，实际产能发挥率影响不大。
全国合计	1.3%	1.0%	5.5%	1.0%	

资料来源: 数字水泥网、各地政府网站、国盛证券研究所

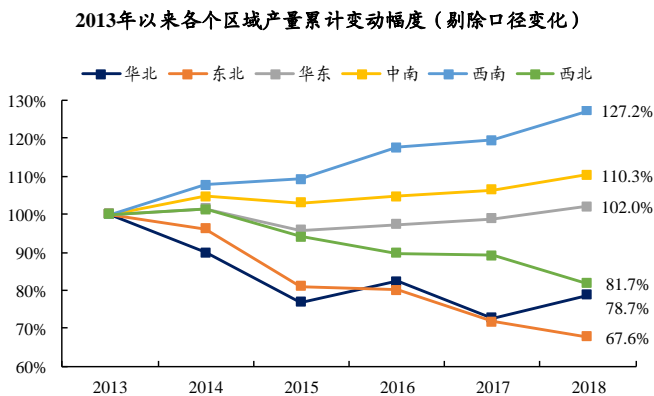
3.4.1、泛京津冀：中长期供需关系的改善与区域格局的持续优化推动景气持续上行

泛京津冀水泥市场自2013年以来需求持续下滑激化供需矛盾，景气落后南方水泥市场，但我们认为这并非说明京津冀区域水泥需求已经率先达到见顶，而是近年南北经济发展差距逐步拉大这一区域发展差异问题的一个“缩影”。“区域协调发展”战略之下，南北差异有望得到缩小。京津冀作为北方最核心的发展区域，在环渤海和北方地区发展上起着重要带动引领作用，我们判断京津冀中期需求较2018年增长20%以上。

经历过去数年的整合，泛京津冀区域格局得到明显优化，需求趋势性回升之下，逐渐形成一个类似于长三角高集中度、较高产能运转率的大市场，以中国建材、金隅冀东为核心（近期中联重组通力水泥的落地将带来泛京津冀竞争格局的优化），价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。矿山和超载整治也将使得行业成本曲线尾部陡峭化，头部企业的盈利空间得到进一步扩大。

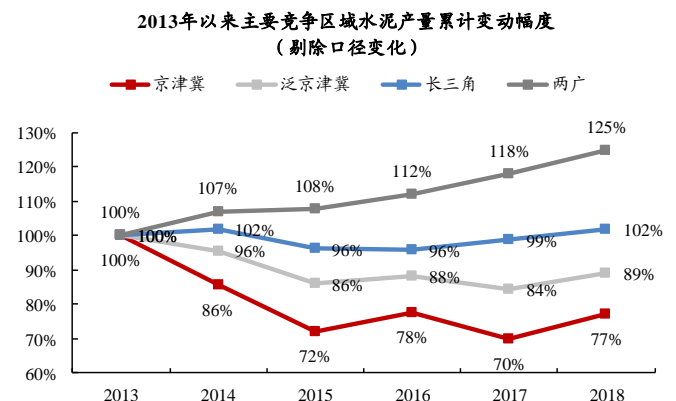
我们判断2020年区域价格有望再上新台阶。（1）从短期供给来看，泛京津冀区域除山西外无新增产能（山西2019年上半年新增2条线共310万吨），环保总量压力下暂假设限产严格度不变，可测算得到2020年京津冀区域供给同比持平，而河南调整了上年同期的错峰豁免政策，2020年泛京津冀区域供给能力同比减少2.2%。（2）需求端有基建向上和雄安增量支撑的支撑。一是经济下行压力之下逆周期调节力度有望增强，基建有望进一步回暖，京津冀水泥市场基建需求占比较高。其二是雄安新区大规模城市开发建设进入实施阶段。

图表 19: 2013 年以来南北水泥需求分化加剧



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

图表 20: 2013 年以来京津冀需求累计下滑幅度超过 20%



资料来源：国家统计局、国盛证券研究所

3.4.2、长三角、两广：需求有亮点、格局稳定，高产能利用率下景气高位震荡

长三角、两广在地方财力支持下需求仍有较强的韧性，特别是“长三角一体化”、“粤港澳大湾区建设”有望加速相关项目的落地，将成为结构性的亮点。

从供给端来看，区域短期新增产能冲击相对有限，我们测算2020年长三角、两广区域理论供给增长分别为0.4%、2.1%，且在“蓝天保卫战”到期等因素带来的环保压力下，长三角的安徽、江苏等地供给面临产能阶段性受限等减量因素，年内产能利用率仍将维持高位。

我们判断长三角、两广区域在高产能利用率下，景气将继续高位震荡。但随着地产施工端边际承压，以及内部新增产能、外部供给的影响，年内景气的波动幅度或将有所扩大。此外广西区域在建和拟建产能规模相对较大，对现有格局虽不造成破坏性影响，但若需

求边际走弱，景气或明显承压。

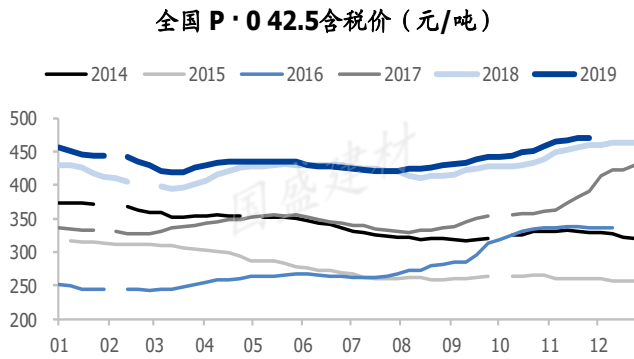
3.4.3、西南、西北：受益基建需求改善，景气平稳向上

基建温和回升趋势叠加“新一轮西部大开发”、“脱贫攻坚”政策的支持，西南、西北地区需求受益将更为明显，我们判断区域景气整体平稳向上，各省之间的差异主要取决于新增产能的影响。

西北市场格局更为稳定，产能增量较小，景气有望稳步上行。此外，西北区域水泥公司之间同业竞争预期的解决将优化存量格局，外部环境稳步改善，蒙西区域电石渣水泥供给冲击问题或也将逐步得到缓解，区域中期盈利中枢具有继续向上的潜力。

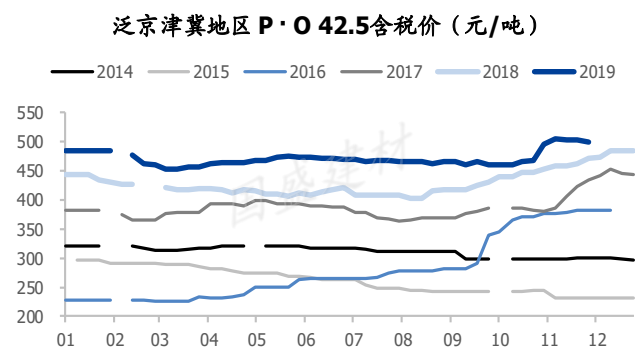
西南中的云南与贵州部分地区是此轮新增产能较多的区域，短期基建需求上行的背景下，云南新增产能预计能够大部分内部消化，贵州市场的对外输出或也将得到阶段性好转，加之成渝城市群建设等需求的拉动，我们判断西南市场 2020 年景气会相对平稳，但中长期来看仍需关注需求变化和贵州等下行市场的整合。

图表 21: 年初以来全国水泥价格延续高位震荡



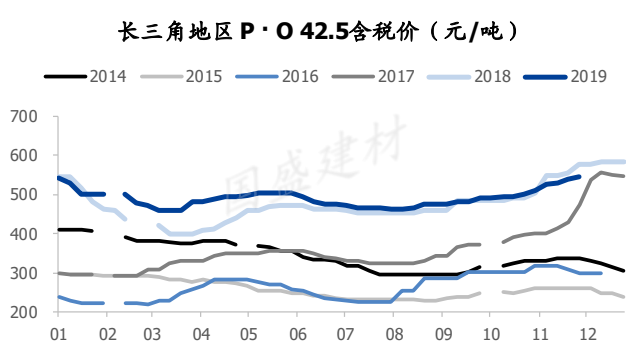
资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 22: 年初以来泛京津冀地区价格中枢显著提升



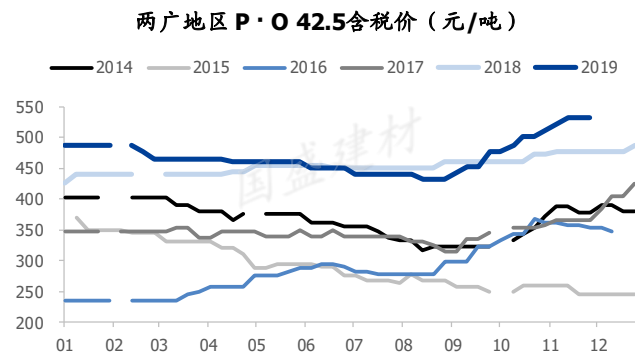
资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 23: 年初以来长三角水泥价格维持高位震荡



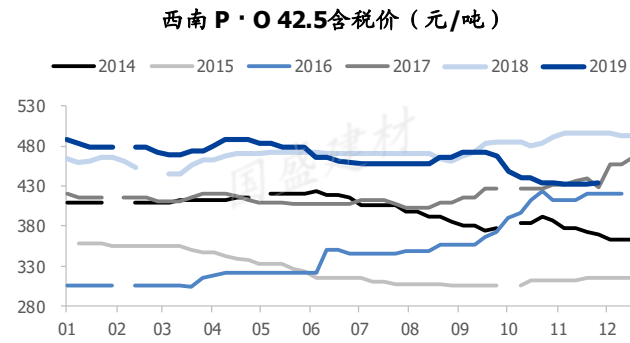
资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 24: Q4 以来两广水泥价格大幅反弹超出预期



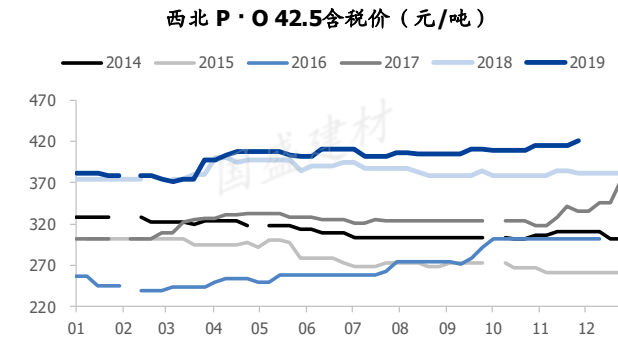
资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 25: 西南地区水泥均价受贵州拖累中枢下移



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 26: 下半年以来西北地区水泥均价同比涨幅扩大



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

4、海外对标管窥长期脉络：需求下行期去产能是关键，格局决定波动幅度，我国水泥市场初始条件更优

当前 A 股水泥板块的估值已经反映了投资者对于水泥需求长期下行的相对悲观预期，尤其是对以下风险的担忧：需求趋势性下行的时点、需求下行期行业景气的波动。如果从海外发展程度更高的国家和地区水泥市场的经验来看，既然需求的下行不可避免，那么是什么要素在主导行业景气的变化？这些问题我们尝试通过对日本、韩国、台湾和美国等成熟水泥市场的分析以管窥豹，总结下来有以下启示：

- (1) 去产能是必经之路，需求下行之后中长期盈利的稳定取决于去产能的成功与否，产能利用率是核心的观察指标。
- (2) 集中度是影响需求下行期景气波动性的一项重要因素，从其他市场的历程来看，这与去产能路径紧密有关。
- (3) 需求下行斜率是景气的压力测试，是另一不确定性。

4.1、产能利用率是核心指标，去产能是必经之路

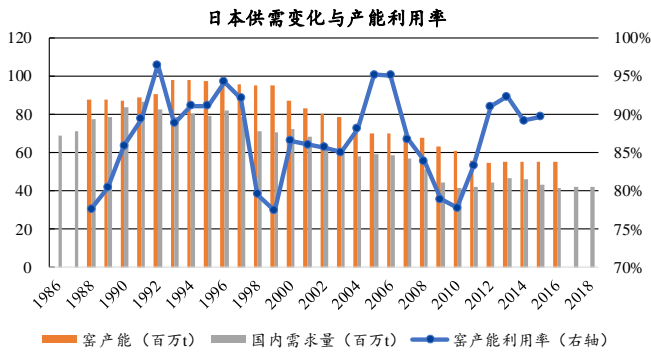
中长期需求的下行是否一定带来行业盈利的恶化，从其他发达市场的经验来看，核心要素是产能利用率而非需求的绝对规模，反映了成功实施去产能是应对需求下行的必经之路。此外，日韩台美代表企业其净利率以及 EBITDA/收入等盈利指标在需求高位平台期和需求下台阶之后的平衡期并未显现出显著的差异。

从日本市场的情况来看，去产能节奏是相对较快的，在于 1998、2008 年两次需求大幅下滑加速了去产能的进程，因此行业产能利用率在超预期下滑之后的回升是相对较快的，反应了去产能的效率。

日本水泥价格的走势基本与产能利用率的趋势是相符的，中枢的下移主要是因为技术改进下生产成本的下降。如果从企业的盈利能力角度，住友大阪水泥与太平洋水泥净利率与 EBITDA/收入两项指标走势也与产能利用率变化基本一致，当产能利用率逐步稳定在较高位置之后，企业盈利也回升至与需求高位平台期相当甚至更高的水平（超额利润可能来自

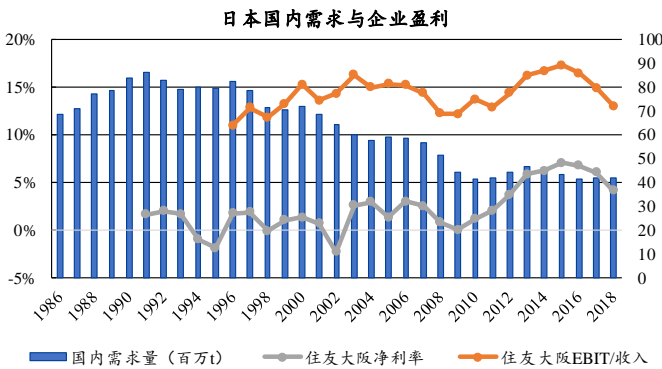
于集中度更高带来的“寡头红利”。

图表 27: 日本水泥窑产能去化步伐较快, 1998、2008 年两次需求大幅下滑加速了去产能的进程



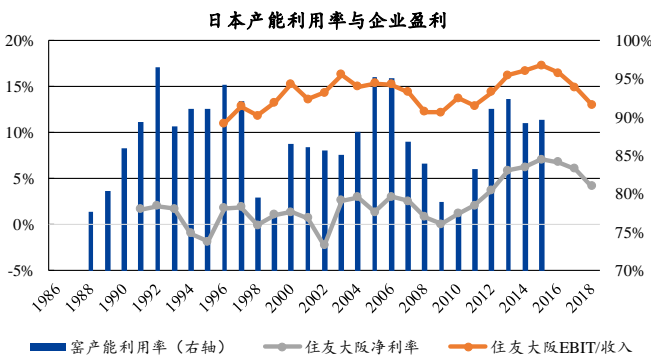
资料来源: JCA、Bloomberg、国盛证券研究所

图表 29: 日本代表企业住友大阪水泥的盈利中枢在需求下行期结束后并未明显下降



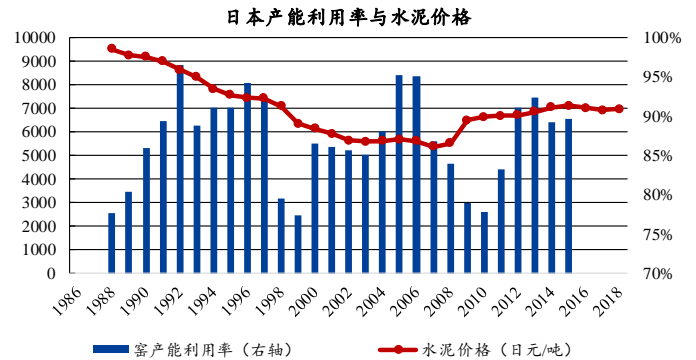
资料来源: JCA、Bloomberg、国盛证券研究所

图表 31: 日本代表企业住友大阪水泥的盈利能力波动趋势与行业产能利用率紧密相关



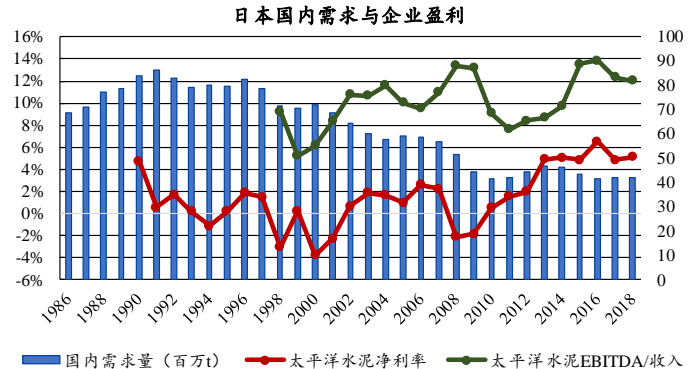
资料来源: JCA、Bloomberg、国盛证券研究所

图表 28: 日本水泥价格大趋势跟随产能利用率变动



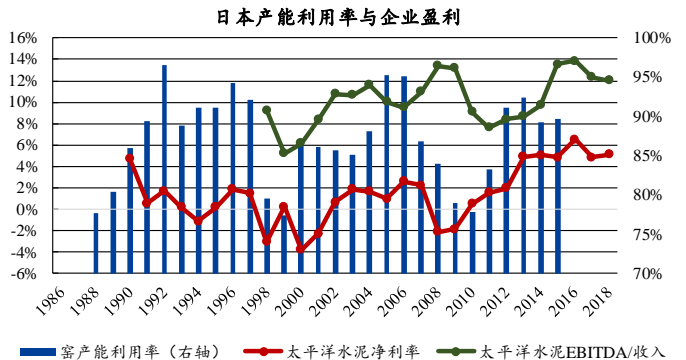
资料来源: JCA、Bloomberg、国盛证券研究所

图表 30: 日本代表企业太平洋水泥的盈利中枢在需求下行期结束后并未明显下降



资料来源: JCA、Bloomberg、国盛证券研究所

图表 32: 日本代表企业太平洋水泥的盈利能力波动趋势与行业产能利用率紧密相关



资料来源: JCA、Bloomberg、国盛证券研究所

4.2、格局、集中度影响需求下行期景气波动性

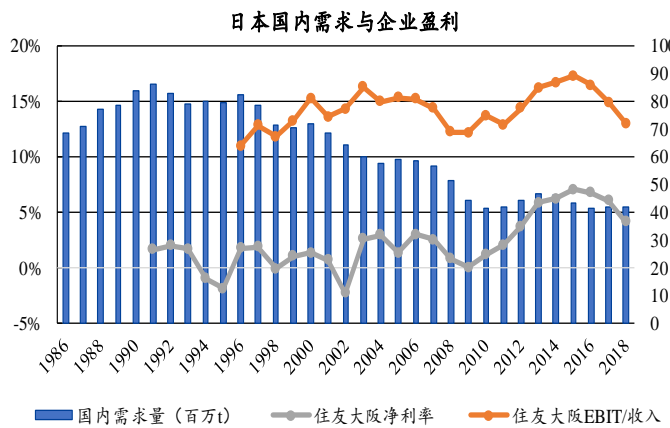
日本水泥企业在需求下行期盈利波动相对较小，韩国代表水泥企业在需求下行期盈利波动较大，格局与集中度是其中一项重要的影响因素。这实际上与各国去产能的路径相关，反映推动行业整合是提升集中度、实施去产能的有效措施之一。

其中日本水泥市场在 20 世纪 80 年代的需求波动中已经通过成立联合公司进行了初步的整合，在 90 年代上半段需求第一次连续回落过程中迅速进行了第二轮整合（CR3 达到 57%），在 1998 年第三轮整合后行业，CR3 已经达到了 80%。高集中度下，行业得以迅速、有效地实施了去产能，因此行业产能利用率的下行幅度相对有限（低点也在 75% 以上），寡头格局也使得盈利端的波动更为缓和。台湾市场的情形也与日本市场较为接近，1995 年以来 CR2 基本维持在 70% 以上，CR4 在 85% 以上。

从另一个案例来看，韩国水泥行业在需求下行的整合步伐是较为缓慢的，在 2000 年-2010 年之间，全国公司数量与窑线数量基本维持在 10 家与 50 条左右，销售的 CR3 在 50% 左右波动，直至 2010 年以后才有较大的整合事件发生（Tongyang 水泥被 Sampyo 集团收购）。因而在需求震荡下行的过程中，代表企业双龙水泥的盈利指标波动也较为剧烈，净利率数次低于-10%，出现较大程度的亏损。

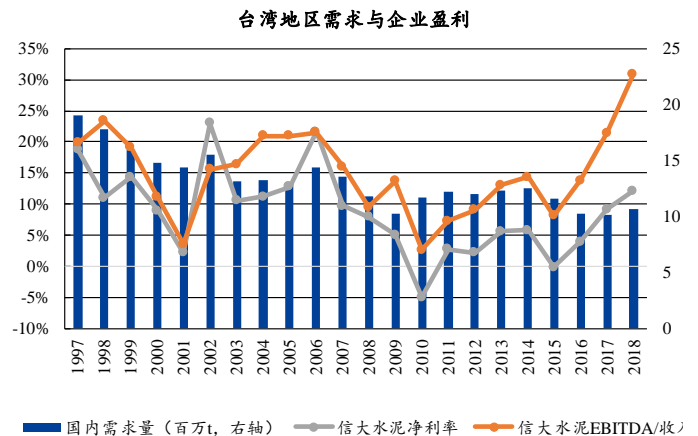
美国水泥市场发展时间更长，且主要参与者均为全球水泥龙头企业，在长期竞争过程中集中度已经达到相对较高的水平（销售额 CR5 在 60% 左右，考虑到美国的地域，集中度已经属于较高水平），因此在近一轮需求下行期（2008 年以来）虽然企业盈利出现明显的波动，但绝对幅度不大（CRH 广泛的业务布局本身也分散了风险）。

图表 33：日本水泥企业盈利在需求下行期波动幅度相对较小



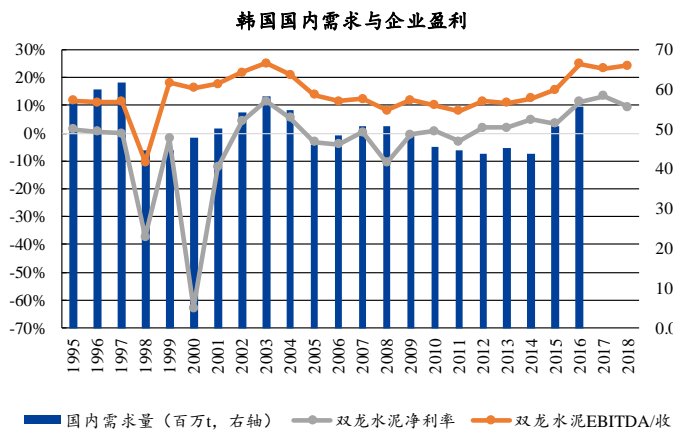
资料来源：JCA、国盛证券研究所

图表 34：台湾需求下降进入新的平台期后水泥价格和企业盈利见底回升



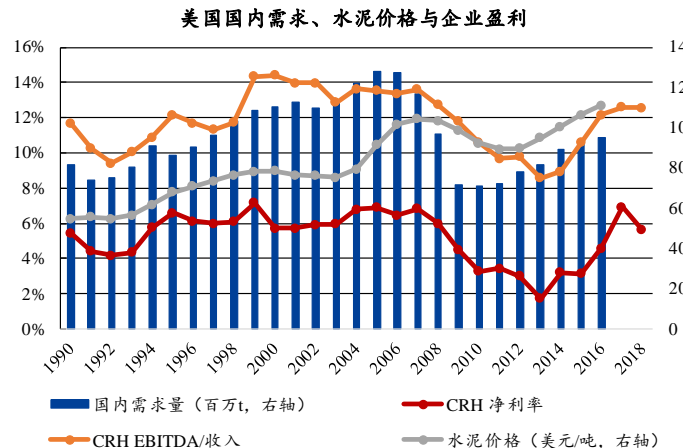
资料来源：台湾统计、国盛证券研究所

图表 35: 韩国水泥企业盈利在需求下行期下滑幅度较大



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

图表 36: 美国市场主要参与者是全球水泥龙头企业, 集中度相对较高



资料来源: Bloomberg、USGS、国盛证券研究所

4.3、需求下行斜率是行业格局的压力测试

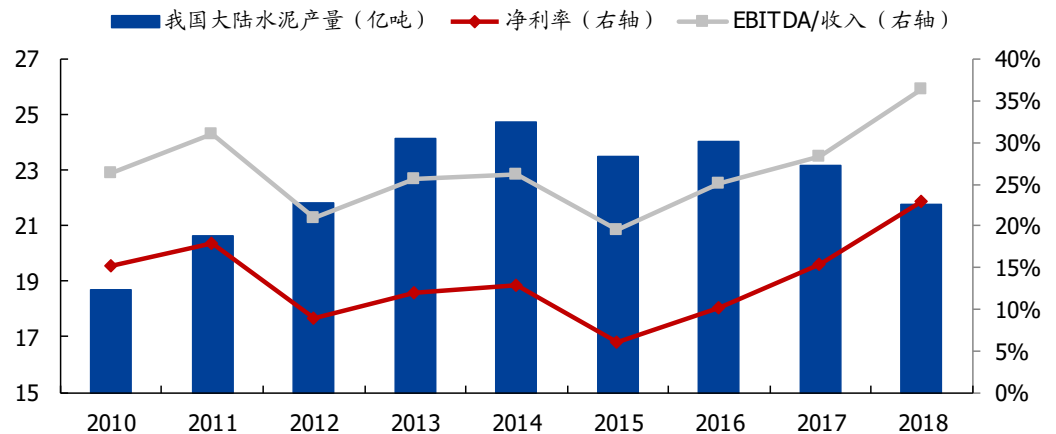
除了格局与集中度因素外，需求下滑的斜率也是影响景气波动性的一项重要因素，是行业格局的压力测试。

日本市场的经验非常典型, 尽管在 1998 年整合之后行业 CR2、CR3 分别已经达到 62%、80% 的较高水平, 产能去化也取得了良好的成效, 但在 2008 年、2009 年连续两年需求下滑 10% 的冲击下, 企业盈利也受到了明显的影响, 住友大阪水泥和太平洋水泥净利率分别由 2007 年的 2.6%、2.2% 下降至 0.1%、-1.8%。这说明面对需求短期超预期的剧烈变化, 高集中度、高产能利用率的市场也很难充分应对。这一项也是下行期企业盈利不确定性的主要来源。

4.4、总结

- (1) 我们认为当前相对良好的行业格局、有力的政策支持实际上已经构建了我国大陆水泥市场未来应对需求下行期的良好初始条件。因此需求下行期行业景气表现大概率会优于美日韩台等市场。
- (2) 在成功实现去产能、进入新的平衡期后, 我们看好行业盈利中枢仍能够保持在中高水平。
- (3) 需求下行带来的景气波动无法完全消除, 需要持续观察需求下行的斜率与集中度提升的节奏。

图表 37: 我国大陆水泥需求尚处在高位平台期, 近年随着供给约束强化, 盈利指标连续上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5、投资建议

逆周期调节导向下, 基建仍然是确定的改善方向, 持续温和回升。地产销售、投资端仍将面临趋势性下行压力, 但施工端有韧性, 中性假设下, 我们预计全国水泥需求增长 1%。分区域来看, 地方财力较为雄厚以及政策重点支持的长三角、珠三角 (粤港澳大湾区) 基建增量有望对冲地产下行压力, 将成为新的结构性亮点。重点工程需求占比较高的西南地区、西北地区、泛京津冀区域需求也有望维持正增长。

中期供给约束下产能利用率下行幅度有限, 我们判断 2020 年行业景气维持高位震荡, 南北景气差异收窄的趋势将延续, (1) 泛京津冀区域在格局优化和需求回升下将延续景气改善, (2) 长三角、两广在高产能利用率下景气将维持高位震荡, (3) 西北和西南地区受益基建需求改善, 景气有望平稳向上, (4) 但新增产能相对集中的区域, 例如闽西南、云南局部区域将面临一定压力。

展望更长期, 需求下行期的海外经验显示, 去产能是关键, 格局决定波动幅度、需求下行斜率是压力测试, 但我国水泥市场初始条件更优。通过对日韩台美等成熟水泥市场分析, 我们认为我国大陆市场初始条件更优, 在成功实现去产能、进入新的平衡期后, 行业盈利中枢仍能够保持在中高水平, 景气波动取决于需求下行斜率与集中度提升的节奏。

中期继续看好基本面向好、景气度有望进一步提升、市净率仍较低的泛京津冀、陕甘等区域标的。

(1) 重点看好需求趋势性修复叠加格局优化的泛京津冀市场, 重点推荐冀东水泥, 公司市净率回落至低位, 而京津冀水泥价格已创一年以来的新高, 横向比较其他水泥股, 2019 年 7 倍 PE 处于板块平均水平, 但 2020 年 PE 则已低估较多。

(2) 推荐基建弹性较大、资产负债表优化的西北水泥股: 推荐祁连山、宁夏建材和天山股份等。

看好华东、华南区域水泥企业的现金流与高分红价值, 以及产业链延伸、海外布局以及潜在整合的能力, 推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青、塔牌集团。

图表 38: 高盈利下水泥股股息率水平较好

代码	简称	2019.12.19 收盘价	EPS		分红率假设		股息率测算	
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
600585.SH	海螺水泥*	48.31	6.18	6.27	40%	40%	5.12%	5.19%
600801.SH	华新水泥	23.02	3.23	2.98	35%	35%	4.91%	4.53%
600720.SH	祁连山	11.38	1.55	1.59	35%	35%	4.77%	4.89%
000672.SZ	上峰水泥	16.78	2.72	2.83	25%	25%	4.05%	4.22%
000789.SZ	万年青*	11	1.67	1.77	40%	40%	6.07%	6.44%
002233.SZ	塔牌集团*	11.62	1.29	1.5	50%	50%	5.59%	6.50%

备注: 标*盈利预测为 Wind 一致预测数值

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

➤ 冀东水泥

产能运转率提升推动价格上行, 京津冀水泥需求增量明显且持续。“2+26 城”空气质量居全国末位, 环保任务重, “蓝天保卫战”下产能发挥受到大气污染治理的刚性约束。

泛京津冀区域格局得到明显优化, 逐渐形成高集中度的大市场, 中期价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。

基于环保严格限产与区域需求表现, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 30.7、40.6、46.1 亿元, 对应市盈率 6.9、5.2、4.6 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观政策反复、环保超预期放松、行业竞合态势恶化。

➤ 海螺水泥: 长期价值被低估

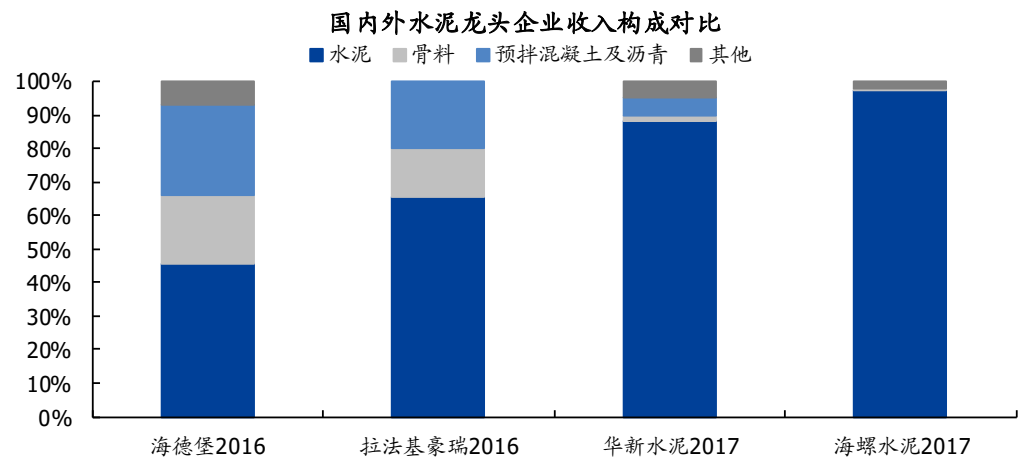
优质资源叠加优秀管理造就不可复制的成本优势。(1) 优质矿山储量大, 原材料成本低廉, 随着国家对山石资源管控增强, 石灰石资源价值大幅提升。(2) 享有稀缺的优质码头资源, 物流环节优势突出。(3) 高运转率+低固定资产净值使得单位固定开支亦低于同行。

全球拓展及产业链延伸(骨料、混凝土)潜力大。(1) 海外加快布局, 中期规划形成 5000 万吨海外产能。(2) 快速发展骨料, 依托 100 多亿吨的矿山储备资源量, 中期规划达到 1 亿吨产能。(3) 试水混凝土这一容量接近水泥的市场, 随着行业逐渐规范, 叠加水泥企业产业链优势, 具备可观潜力。

净现金流价值可观, 长期价值被低估。保守假设下(如下表所示)假定海螺水泥长期盈利的底部为 150 亿元, 我们依据公司当前资本成本测算出公司权益净现金流价值超过 2800 亿元, 高于当前股票市值, 长期价值仍被低估。

风险提示: 宏观政策反复、行业竞合态势恶化、产业链延伸进度不及预期。

图表 39: 国外水泥龙头企业产业链延伸取得突出成果



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

图表 40: 海螺水泥净现金流价值测算

项目(单位: 百万元)	预测 FCFF			过渡阶段 (10年)	永续阶段 FCFF
	2018	2019E	2020E	2021-2030	2031-
EBIT	39,408.27	41,562.33	41,580.71	-	-
财务费用	-474.09	-1254.09	-1658.51	-	-
加: 税后利息费用	-365.81	-967.66	-1279.71	-	-
息前税后利润 (NOPLAT)	30,407.42	32,069.49	32,083.68	-	15,000.00
加: 折旧与摊销	4,953.41	4,689.79	4,984.06	-	3,000.00
营业现金毛流量	35,360.83	36,759.28	37,067.74	-	18,000.00
减: 营运资本投资	6,697.51	-450.39	-450.39	-	0.00
经营现金净流量	28,663.32	37,209.67	37,518.13	-	18,000.00
减: 资本支出	417.51	4,500.00	4,100.00	-	3,000.00
FCFF	28,245.81	32,709.67	33,418.13	(假定 FCFF 恒定 速度递减)	15,000.00
现值 PV	28,312.74	30,295.79	28,667.79	140,897.46	75,029.02
现值合计	303,202.80				
债务价值	10,233.50				
少数股东权益	3,728.96				
公司内在价值	289,240.34				

其他假设:

WACC=7.97%

(beta=1.073: 选取近三年平均 beta, 无风险利率=3%, 市场预期收益率=8%)

永续 FCFF=15000: 此处选取保守假设。存量市场中海螺水泥维持单吨 20-30 元的成本优势, 水泥行业维持 5%-10% 的合理利润率), 销量保守假设不变 (考虑水泥需求下滑、公司份额提升+海外扩张)

资料来源: Wind、国盛证券研究所

► 祁连山

甘青水泥市场格局良好，错峰生产严格执行下产能利用率已处较高水平，且环保高压下矿山资源管控明显收紧。随着基建需求拉动，区域景气有望持续稳步回升。公司在西藏核心区域建设 260 万吨产能，建成后有望贡献利润增量。中长期来看，蒙西市场竞争秩序的改善和电石渣水泥供给冲击问题的解决将使得区域盈利具备潜在弹性。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 12.05、12.37 和 13.53 亿元，对应市盈率 7.3、7.2、6.5 倍，当前公司市净率不到 1.3 倍，仍处历史中枢以下，股价具备较高的安全边际，维持“增持”评级。

风险提示：宏观政策反复、水泥行业供给超预期放松、市场竞争格局恶化。

► 华新水泥

作为长江中上游流域水泥龙头企业，水泥主业景气中枢提升后有望维持中高位震荡，骨料、环保产业链延伸以及海外布局可圈可点，加速推进不断形成利润新增长点，公司短期盈利下行空间较为有限，中长期盈利中枢有望稳步上移，叠加格局不断集中之下行业景气波动幅度收窄，公司净现金流与高分红的价值属性凸显。基于 DCF 模型下权益价值的测算，公司绝对估值亦具备较好的安全边际。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 67.7 亿元、62.4 亿元和 64.6 亿元，从市盈率角度来看，对应市盈率分别为 7.1 倍、7.7 倍和 7.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观政策反复、行业竞合态势恶化、产业链延伸不及预期、海外投资风险。

► 上峰水泥

中长期来看，沿江市场已经达到很高的集中度，海螺等龙头企业掌握很强的市场控制力，内部格局的进一步集中和稳定也使得市场应对不利波动的韧性更强。随着盈利中枢的提升且波动率的减小，公司作为区域水泥龙头企业其现金流价值进一步凸显，当前低市盈率下潜在的分红价值也较为可观。

作为产能规模相对较小的区域性水泥企业，公司战略扩张思路清晰、执行力强，凭借良好经营管理和成本控制，前期新疆布局已取得了良好的效益，我们也看好公司主业扩张与产业链延伸未来对盈利的贡献。

暂不考虑宁夏并购项目以及潜在新建与并购对水泥主业的贡献，我们预计 2019 年-2021 年归母净利润分别为 22.16、23.06 和 23.40 亿元，对应市盈率 6.2、6.0 和 5.9 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观政策反复、行业竞合态势恶化、产业链延伸不及预期、海外投资风险。

风险提示

下游基建、地产需求面临宏观政策反复风险

基建、地产市场是水泥需求的两个重要构成部分，宏观政策的反复可能造成下游需求的超预期波动。

环保超预期放松的风险

随着经济持续减速，环保取得阶段性成果，稳增长要求下环保若出现阶段性边际放松，供给可能出现较大幅度增长。

行业竞合态势恶化的风险

随着新增产能投放，外部供给进入持续放大，市场竞合心态可能超预期恶化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com