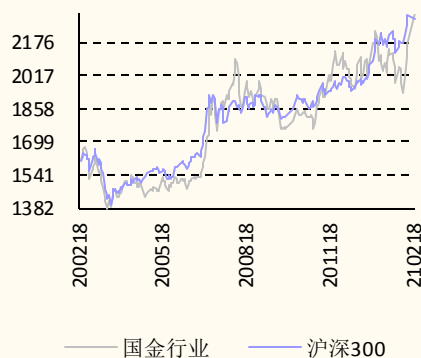


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金水泥指数	4668
沪深300指数	5768
上证指数	3675
深证成指	15767
中小板综指	13570



## 相关报告

- 1.《华东出梅在即，水泥基本面靓丽-水泥行业专题报告》，2020.7.5
- 2.《六大维度下 坚定水泥板块投资-水泥行业深度报告》，2020.3.30

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002  
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001  
fengmengqian@gjzq.com.cn

## 板块估值低位，涨价催化股价修复

## 投资建议

- **行业策略：**20 年水泥价格高位下滑，水泥企业业绩虽仍然平稳，但整个板块出现“杀估值”调整。21 年一季度，下游施工有望较早启动，当前沿江熟料已较往年提前上涨，供需偏紧下，水泥价格后续也有望上涨。目前水泥板块估值仅为 8X，已处于历史低位区间，具备向上修复动能。
- **推荐组合：**华新水泥（买入）、祁连山（买入）、冀东水泥（买入）。建议关注：海螺水泥、上峰水泥。

## 行业观点

- **20 年水泥价格下滑，带动板块估值向下调整。**2020 年，水泥需求仍然保持较强韧性，二季度开始，单月产量均处历史高位，全年共实现产量 23.77 亿吨，同比增长 1.6%。但供给端受环保限产压力减弱、外来熟料冲击增强、南下水泥增多等多重因素影响，整体稍显宽松，这使得四季度水泥旺季价格和全年均价均出现同比下滑。虽然水泥企业业绩仍然保持平稳，但盈利成长性不足，伴随水泥高位回落，股价出现了明显的“杀估值”调整。
- **沿江熟料提前上涨，释放供需偏紧信号。**根据数字水泥网信息，2 月 19 日起，长三角沿江地区熟料价格迎来节后第一轮上涨，幅度达 30 元/吨，并且是历年提价最早的一年。本轮熟料价格提涨时间节点超出市场预期，原因有两方面：1、节前熟料价格已下调至低位，接近进口熟料成本线，致使外来熟料进入量大幅减少；2、春节前后，华东各大企业熟料库存以及粉磨站库存均保持偏低水平，随着假期结束，粉磨站开始陆续备货，主导熟料生产企业积极推动价格恢复性上调。
- **21 年 Q1 水泥价格或将超预期上涨。**受“就地过年”政策和天气回暖较早因素影响，下游施工节奏料将快于往年，进而带动需求提早复苏。供给端由于生产企业库存较低，并且当前仍处于错峰生产执行阶段，后续有望出现供给偏紧的态势，进而推动水泥价格上涨。我们认为，本轮沿江熟料提前上涨就是提早感知下游变化而做出的积极反应。
- **板块估值已处低位，有望出现向上修复。**在经历上一轮“杀估值”后，目前水泥板块估值仅为 8X，已处于历史低位区间。我们认为，21 年 Q1 水泥价格将会出现超预期上涨，并明显高于 20 年同期疫情期间水平。后续伴随水泥企业年报和一季报的陆续披露，板块估值有望实现进一步的修复。
- **垄断风险较小，供给端不必过于担忧。**1 月，四川省市场监管局对四川水泥协会和地方水泥企业给予 5800 万元的垄断罚款，本次处罚主要针对 2016 年市场行为。由于早期水泥行业缺少政策指引，地方操作层面存在不规范之处。随着错峰生产等产业政策推出，水泥企业对于供给端的控制处于有法可依阶段，垄断风险对水泥行业的供给逻辑影响有限。
- **对标海外水泥龙头，板块估值中枢具备提升空间：**参照海外水泥龙头企业发展历程，如太平洋水泥、海德堡、台湾水泥，在盈利增速放缓、ROE 高位企稳阶段，市场仍然认可其投资价值，实现估值中枢提升。在错峰生产政策的背景下，我国水泥价格有望企稳，企业盈利稳定，进而实现估值提升。

## 风险提示

- 下游复工进度不及预期；基建投资回升不及预期；房地产投资下行超预期；供给端控制力度不及预期。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402