

# 建筑材料

## 如何看待沿江熟料提前上调

**事件:** 据数字水泥网, 2月19日起, 长三角沿江地区熟料价格上涨30元/吨。

**沿江熟料价格提前上调的背景是低库位和低价。** 沿江熟料价格作为长三角社会粉磨站最重要的成本锚, 一直被视为华东水泥价格的风向标, 此次首次上调发生在农历节后正月初八, 为近年来节后最早一次。此轮熟料上调的关键背景是熟料企业和粉磨站库存偏低, 加之节前熟料价格基本降至进口熟料成本线附近。上调的时点大幅提前也反映了熟料企业和粉磨站对节后开工需求和价格的良好预期。

**超预期的是需求还是其他? 回顾PPI与水泥价格的连结。** 从历史季节性规律和实际需求来看, 长三角需求未到正式启动的节点, 所以此次核心变量我们认为并非需求。在以往的PPI上行周期中, 水泥价格基本都有超越季节性规律的表现, 显示了一定顺周期的特性。这一现象似乎无法为传统的供需分析框架所完全解释。

**过去水泥价格走势和PPI走势的高度相似性我们认为来源于两方面原因。** 其一, 过去几轮信用扩张周期启动的核心动力来自于基建和地产所吸收的信用派生, 虽然水泥需求启动早于经济上行, 但PPI上行周期中水泥需求稳定在相对高位, 可以拉动水泥价格持续上升。其二, 源于通胀预期的形成对产品本身供给曲线产生影响; 此外虽然水泥产品本身下游渠道较短、库容小, 但价格上行预期也有望激发以社会粉磨站、贸易商为代表的下游渠道一定的“投机”性需求。这些因素内生地会导致水泥均衡价格的上升。

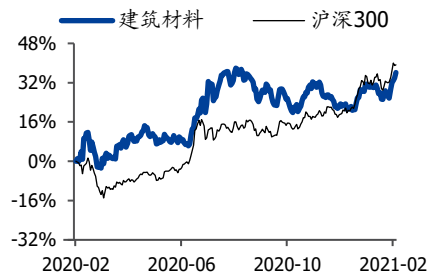
**此轮PPI上行与此前周期存在一些区别, 但核心的特征是类似的。** 差异之处在于此轮需求回升/产出缺口形成的更强动力来自于外需, 与以往地产/基建链条的强势启动不相同。共同点一方面是水泥行业本身的供需关系不会边际恶化, 行业产能利用率将维持高位震荡, 中性假设下我们测算行业剔除错峰后产能利用率98.1%, 景气下行风险小。另一方面是在相对宽松的货币环境下, 此轮随着市场通胀预期的形成, 下游的投机性需求在升温, 行业供给曲线可能也在发生变化。此次粉磨站积极补库和主导企业积极运作熟料价格上调一定程度为其反映。

**投资建议:** 我们认为此轮PPI上升周期中水泥市场内生的上行动力不可忽视, 全年价格中枢存在超预期的机会。从估值角度来看, 在市场风险偏好降低, 宏观层面政策风险释放的背景下, 若节后开工及上半年需求韧性得到验证, 水泥股业绩与估值背离的修复空间可观。(1) 中期EPS复合增速更快的标的超额收益更为显著。重点推荐**华新水泥**(受益湖北需求回补和骨料增量, 盈利弹性大), 推荐**冀东水泥、上峰水泥、祁连山、塔牌集团**等。(2) 水泥是碳排放量最大的工业部门之一, 控产量是实现碳达峰的核心手段, 我们认为中长期产业政策导向将强化错峰生产和产能置换等供给约束措施, 有利于产能严重过剩区域和输出型区域产能利用率和盈利中枢提升, 推荐**宁夏建材、冀东水泥**等北方水泥标的。(3) 龙头水泥企业的现金流与高分红价值凸显, 以及中长期产业链延伸、海外布局以及潜在整合能力值得重视, 推荐**海螺水泥、华新水泥、天山股份(中建材水泥)、万年青**等。

**风险提示:** 宏观政策反复、环保约束大幅放松的风险。

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、《建筑材料: PVC地板海外需求高增, 渠道多样化发展》2021-02-08
- 2、《建筑材料: 玻纤价格上涨, 继续推荐景气延续的玻纤和出口链条》2021-02-07
- 3、《建筑材料: 继续推荐消费建材优质龙头和出口链条》2021-01-31

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600801	华新水泥	增持	3.03	2.78	3.27	3.37	7.01	7.64	6.49	6.30
600585	海螺水泥*	-	6.34	6.70	6.94	7.16	8.62	8.16	7.88	7.63
000672	上峰水泥	增持	2.87	3.28	3.43	3.49	7.09	6.21	5.94	5.83
000401	冀东水泥	买入	2.00	2.06	2.69	3.23	7.62	7.39	5.66	4.72
600720	祁连山	增持	1.59	2.36	2.86	2.92	9.26	6.24	5.15	5.04

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所, 标\*标的盈利预测来自于Wind一致预期



## 内容目录

事件 .....	3
沿江熟料价格提前上调的背景是低库位和低价 .....	3
超预期的是需求还是其他？回顾 PPI 与水泥价格的连结 .....	4
风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1: 2021 年沿江熟料首轮上调时间早于往年，节前下调时间也晚于往年.....	3
图表 2: 从历史季节性规律和实际情况来看，长三角需求未到启动的节点 .....	4
图表 3: 需求启动过程中长三角水泥价格会发生一定回落.....	4
图表 4: 水泥价格走势与水泥需求波动基本相符，但有所落后 .....	5
图表 5: 过去水泥价格走势与 PPI 走势基本符合 .....	5
图表 6: 随着 M2 增速上行，地产投资和基建投资增速也有较快反弹.....	5
图表 7: 2021 年全国分区域剔除错峰后水泥供给能力增幅测算.....	6
图表 8: 2021 年我国熟料产能利用率测算.....	6
图表 9: 全国水泥库存处于同期低位.....	7
图表 10: 长三角水泥库存处于同期低位.....	7

## 事件

据数字水泥网，2月19日起，长三角沿江地区熟料价格上涨30元/吨。

### 沿江熟料价格提前上调的背景是低库位和低价

沿江熟料价格作为长三角社会粉磨站最重要的成本锚，一直被视为华东水泥价格的风向标。从以往价格规律来看，沿江熟料首次恢复性上调一般发生在节后需求正式启动之后（一般是正月十五元宵节过后），时点视节后开工影响的需求恢复节奏以及熟料库位而定。例如，2020年因为疫情防控，节后民工返城和工程开工大幅晚于历史同期，直至2020年4月10日（农历三月十八日）才迎来首次上调。而此次首次上调发生在农历节后正月初八，为近年来节后最早一次。

图表1：2021年沿江熟料首轮上调时间早于往年，节前下调时间也晚于往年

铜陵/芜湖熟料价格	上调前 (元/吨)	上调后 (元/吨)	幅度 (元/吨)	时间点	对应农历
2021	320	350	30	2021/2/19	农历正月初八
2020	340	360	20	2020/4/10	农历三月十八
2019	360	380	20	2019/3/22	农历二月十六
2018	320	330	10	2018/3/30	农历二月十四
2017	230	250	20	2017/2/17	农历正月廿一
2016	135	155	20	2016/3/11	农历二月初三

铜陵/芜湖熟料价格	下调前 (元/吨)	下调后 (元/吨)	幅度 (元/吨)	时间点	对应农历
2020	400	320	-80	2021/1/29	农历腊月十七
2019	450	370	-80	2020/1/10	农历腊月十六
2018	520	360	-160	2019/1/4	农历十一月廿九
2017	500	330	-170	2018/1/12	农历十一月廿六
2016	260	230	-30	2016/12/9	农历十一月十一
2015	180	165	-15	2015/11/6	农历九月廿五

备注：表格中时间点为熟料价格调整当周的周末日期

资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

我们分析如下：

(1) 此轮熟料上调的关键背景是熟料企业和粉磨站库存偏低，低库存也为上半年旺季景气奠定良好基础。一方面春节前后各大企业熟料库存保持在40%左右，属于历史较低水平。另一方面节前熟料价格基本降至进口熟料成本线附近，也属于较低的水平，外来熟料难以大量进入导致粉磨站库存也处在较低的水平。

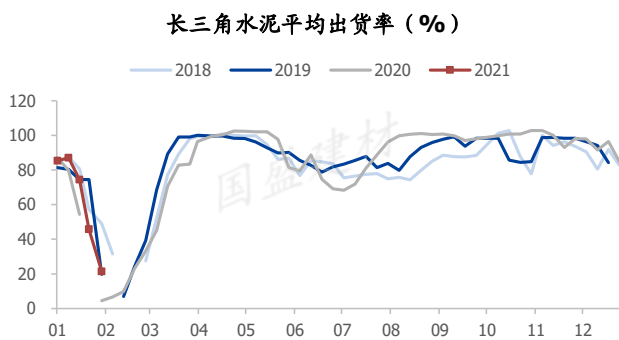
(2) 上调的时点大幅提前也反映了熟料企业和粉磨站对节后开工需求和价格的良好预期。低库存基础下节后粉磨站积极备货，主导企业也积极推动价格恢复性上调。

(3)从价格传导机制来看，熟料价格的提前上调会压缩后续水泥价格的下调空间，进而提升上半年长三角水泥价格的运行中枢。水泥基本没有库存周期，节后市场需求启动过程中企业一般会有降价过程以加速清库，等到出货率继续回升至较高水平时水泥止跌回升。今年1月沿江熟料下调发生在1月下旬，时点上也较往年偏晚，又随着此次熟料价格率先上调后，社会粉磨站水泥生产成本抬升，后续水泥价格回落的幅度也将会比较有限。

## 超预期的是需求还是其他？回顾 PPI 与水泥价格的连结

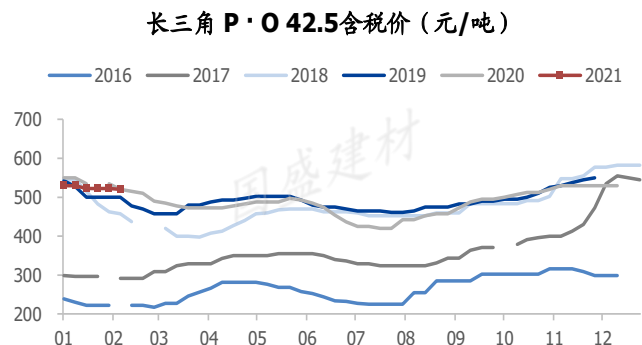
从历史季节性规律和实际需求来看，长三角需求未到正式启动的节点，所以此次核心变量我们认为并非是需求，而可能是 PPI 上行周期中与其他大宗商品的共振。

图表 2: 从历史季节性规律和实际情况来看，长三角需求未到启动的节点



资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

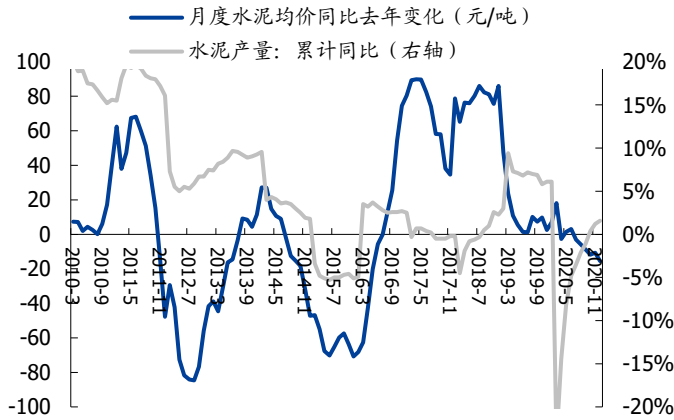
图表 3: 需求启动过程中长三角水泥价格会发生一定回落



资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

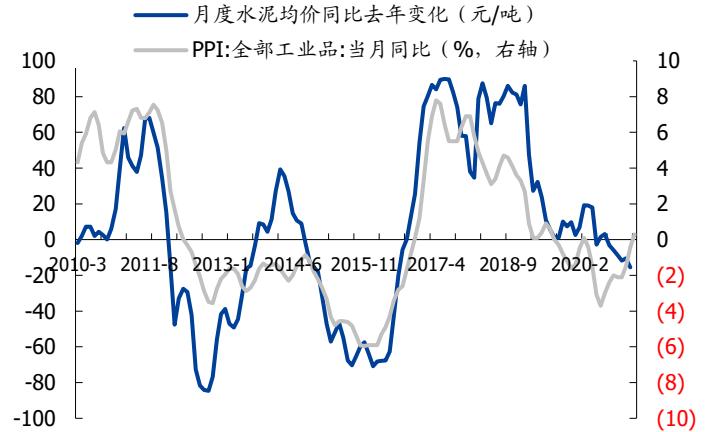
在以往的 PPI 上行周期中，水泥价格基本都有超越季节性规律的表现，显示了一定顺周期的特性。这一现象似乎无法为传统的供需分析框架所完全解释。因为作为水泥需求主导因素的地产、基建链条一直是我国宏观逆周期调节的重要手段，因此当通胀启动的时候受到宏观调控，地产和基建投资一般也进入下行周期。例如 2017 年随着基建和地产投资增速回落，全年水泥需求基本平稳，水泥产量同比下降 0.2%，但月度的水泥价格一直显示出可观的涨幅，且上涨的趋势延续至 2018 年。

图表4: 水泥价格走势与水泥需求波动基本相符, 但有所落后



资料来源: 国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

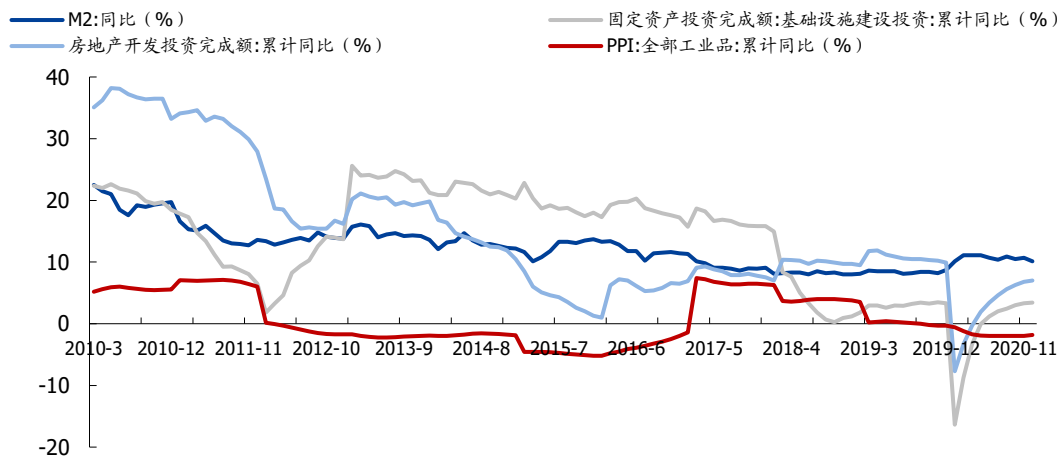
图表5: 过去水泥价格走势与PPI走势基本符合



资料来源: 国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

过去水泥价格走势和PPI走势的高度相似性我们认为来源于两方面原因。其一，过去几轮信用扩张周期启动的核心动力来自于基建和地产所吸收的信用派生，虽然水泥需求启动早于经济上行，但PPI上行周期中水泥需求稳定在相对高位，可以拉动水泥价格持续上升。其二，源于通胀预期的形成也对产品本身供给曲线产生影响；此外虽然水泥产品本身下游渠道较短，生产环节和终端消费场景库容非常有限，但价格上行预期也有望激发以社会粉磨站、贸易商为代表的下游渠道一定的“投机”性需求。这些因素内生地会导致水泥均衡价格的上升。

图表6: 随着M2增速上行, 地产投资和基建投资增速也有较快反弹



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

本轮PPI上行与此前周期存在一些区别, 但核心的特征是类似的。差异之处在于本轮需求回升/产出缺口形成的更强大动力来自于外需, 与以往地产/基建链条的强势启动不相同, 因此在逆周期调节力度较强的2020年, 水泥量价均未显示出良好的弹性。

但当前时点水泥行业本身基本面背景与过去具有共同点。一方面是水泥行业本身的供需关系不会边际恶化, 行业产能利用率将维持高位震荡, 景气下行压力小。(1) 随着PPI逐月回升且后续仍有较强的上行动力, 我们认为主导水泥需求的基建和地产投资虽然面临财政赤字规模压缩、流动性收紧等放缓压力, 但同比来看水泥需求大概率不会落入负

增长区间。支撑水泥需求平稳的因素包括基建方面区域规划落地下重大基建项目的推进、地方财政的改善，以及地产方面三条红线考核下房企为保障现金流阶段性加快新开工、推盘的动力。

(2) 从供给端来看，碳排放政策背景下，水泥供给受到的产业政策约束将会更为严格，水泥行业实际供给能力的增长非常有限。水泥是碳排放量最大的工业部门之一，控产量是实现碳达峰的核心手段，我们认为中长期产业政策导向将强化错峰生产和产能置换等供给约束措施。

图表 7: 2021 年全国分区域剔除错峰后水泥供给能力增幅测算

剔除错峰生产的供给能力(万吨)	全国	泛京津冀	长三角	两广	华北地区	东北地区	华东地区	中南地区	西南地区	西北地区	同比上年变化	
											2016	2017
	-8.9%	-23.3%	-2.9%	6.4%	-23.2%	-23.9%	-7.2%	-3.9%	0.2%	-17.7%		
	-4.4%	0.4%	-2.6%	-1.7%	1.0%	-4.3%	-2.8%	-4.2%	-13.3%	4.2%		
	-2.8%	-3.1%	-8.2%	2.9%	-7.6%	1.8%	-5.2%	2.7%	-2.7%	-5.7%		
	0.9%	-1.2%	1.6%	2.0%	-4.2%	7.6%	1.1%	2.6%	2.3%	-3.7%		
	0.3%	-2.4%	-1.0%	2.4%	0.4%	0.0%	-0.4%	0.3%	0.9%	0.4%		
	1.2%	-2.3%	-0.4%	3.1%	-3.9%	13.2%	-0.1%	1.2%	2.8%	1.3%		

资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 8: 2021 年我国熟料产能利用率测算

	实际产能/供应能力测算(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
<b>2015</b>	187698	198578	133487	70.5%	67.9%
<b>2016</b>	171052	200936	137614	80.1%	68.9%
<b>2017</b>	163442	199701	139966	85.3%	69.9%
<b>2018</b>	158815	199528	142269	89.6%	71.3%
<b>2019</b>	160290	199365	152325	95.0%	76.4%
<b>2020E</b>	160737	201010	157878	98.2%	78.5%
<b>2021E</b>					
<b>悲观需求情景</b>	162613	202519	154721	95.1%	76.4%
<b>中性需求情景</b>	162613	202519	159457	98.1%	78.7%
<b>乐观需求情景</b>	162613	202519	165836	102.0%	81.9%

资料来源: 国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

另一方面是在相对宽松的货币环境下，此轮随着市场通胀预期的形成，下游的投机性需求在升温，行业供给曲线可能也在发生变化。此次熟料价格上调发生的背景——粉磨站积极补库和主导企业积极运作熟料价格上调可能在一定程度反映这一情况。

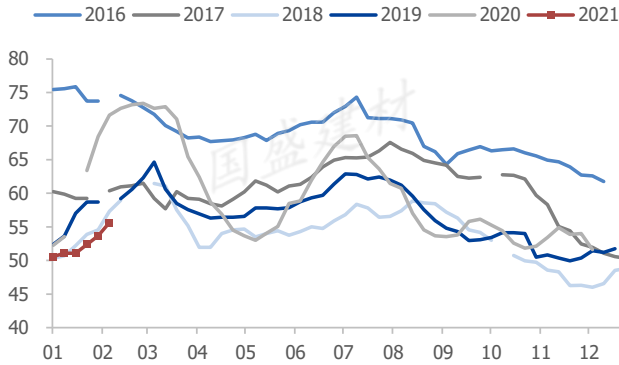
我们认为此轮 PPI 上升周期中，水泥市场内生的上行动力不可忽视，全年价格中枢存在超预期的机会。

短期来看，后续一到三个星期，南方地区和多数北方地区将陆续迎来下游需求的正式启

动，在这一过程中，水泥企业为求加速清库水泥仍将经历价格阶段性下调的过程，但在沿江熟料提前上调后，水泥价格回落幅度或将明显小于往年幅度，为上半年旺季开局奠定良好的基础，加之当前全国和长三角区域库存处于历史同期偏低水平，预计长三角等代表性市场均价有望高于去年同期。

图表 9: 全国水泥库存处于同期低位

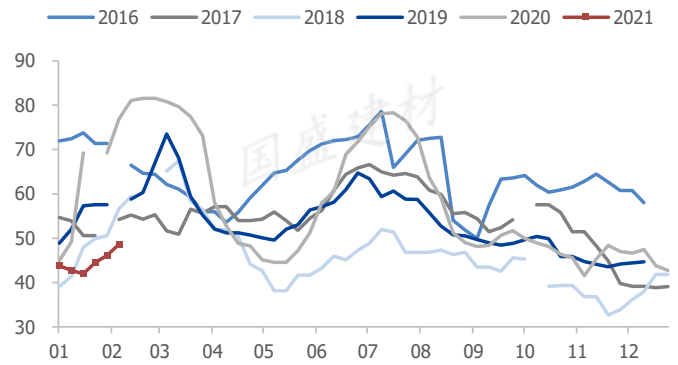
全国水泥平均库存比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 10: 长三角水泥库存处于同期低位

长三角水泥平均库存比 (%)



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

中期来看，虽然行业需求缺乏弹性，但行业产能利用率仍然高位运行，在 PPI 上行周期中，水泥价格中枢将进一步抬升，全年行业盈利也有望再上新台阶。从区域上来看，受益国家级规划支持，需求确定性强的长三角、珠三角（大湾区）市场，供给侧改善、基建需求潜在弹性大的西北、华北市场有望成为结构性亮点。

从估值角度，高现金流和高分红下板块低估值优势凸显。目前板块 2021 年平均市盈率回落至 6-7 倍左右，处于历史中枢位置，在 A 股市场中也属于最低的子行业之一，性价比凸显。在市场风险偏好降低，宏观层面政策风险释放的背景下，若节后开工及上半年需求韧性得到验证，水泥股业绩与估值背离的修复空间可观。

#### 建议把握三条主线：

(1) 中期 EPS 复合增速更快的标的超额收益更为显著。重点推荐华新水泥（短期受益湖北投资回补和通胀预期升温，公司盈利具备一定弹性且有望超预期，中期骨料等产业链延伸增量，盈利和估值上修潜力可观）；推荐冀东水泥、上峰水泥、祁连山、塔牌集团等。

(2) 水泥是碳排放量最大的工业部门之一，控产量是实现碳达峰的核心手段，我们认为中长期产业政策导向将强化错峰生产和产能置换等供给约束措施，有利于产能严重过剩区域和输出型区域产能利用率和盈利中枢提升，推荐宁夏建材、冀东水泥等北方水泥标的。

(3) 龙头水泥企业的现金流与高分红价值凸显，以及中长期产业链延伸、海外布局以及潜在整合能力值得重视，推荐海螺水泥、华新水泥、天山股份（中建材水泥）、万年青等。

## 风险提示

宏观政策反复、环保约束大幅放松的风险。

### 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