

中性

建材行业点评

水泥行业全年业绩稳定增长可期

水泥行业供需边际仍在改善，2021 年开春沿江熟料超预期上调叠加 2020 年超低基数，Q1-3 泛长江流域全年吨利润有望明显高于 2020 年同期，我们预计 Q4 旺季价格甚至有望达到 2018、2019 年水平。看好 2021 年全年我国水泥行业上市公司业绩表现。

- **宏观层面，复苏进行时，周期应为优选配置：**展望 2021 年，国内货币边际收紧，经济复苏或稳定增长但还没达到过热，价格指数经由 ppi 向 cpi 传导进程，风格选择上应该是周期，特别是优选估值低、业绩稳定增长的周期品种。
- **行业中观，供需边际在改善，外部熟料对华东市场影响有限：**根据数字水泥网，2020 年进口与东北熟料合计 4600 万吨（进口 3400 万吨，东北 1200 万吨），对应水泥产量 6000-6500 万吨。我国华东、华南与部分沿海地区水泥市场存量约 15 亿吨，冲击动能不大。并且海中贸易平台的存在进一步减小实际上的冲击。一个可以佐证的事实，2020 年外部熟料主要冲击区域各省水泥和熟料产量除浙江略有下降外，其他省份均同比增长。
- **沿江熟料超预期上调，全年盈利同比提升基本确定：**节后水泥市场淡旺季切换，目前仍处于清库存阶段，但作为泛长江流域水泥价格锚的沿江熟料连续两次超预期提价（幅度合计 60 元）至 380-390 元/吨左右，高于去年同期 360 元/吨左右，且成本端变化不大，全年盈利同比提升基本确定。
- **2020 年低基数，泛长江流域 2021Q1-Q3 年吨盈利将明显提升：**回溯 2020 年，3 月份水泥熟料基本有价无量，4 月初复工复产后熟料均价降至 320 元/吨，叠加超长雨季至 7 月底，水泥价格累计跌幅 100-150 元/吨不等，跌幅明显高于往年 40-50 元/吨的水平，打出了 2020 年的价格底。因此 2021 年上半年乃至前三季度，泛长江流域（华东、华中、华南）水泥吨盈利会明显高于去年同期。
- **2021Q4 水泥价格有望达到 2018、2019 年年底高位：**考虑 2021 年较高的起步价格，再次出现超长雨季的概率较低，以及需求端预期将保持稳定，预计四季度需求旺季时价格有望明显超过 2020 年，甚至达到 2018、2019 年年底的高位。
- **微观层面，基于成长性与弹性，首推华新水泥与西北龙头：**当前行业业绩重回增长，市场关注度有望提升，板块优选组合考虑成长与弹性。华新水泥公司自身骨料和海外战略都提供了同行不具备的未来成长性，2020 年疫情中心地区导致的低基数则提供了今年较高的业绩弹性。西北区域在需求空间和业绩弹性及持续性上明显优于其他区域。

相关研究报告

《建材行业周报：玻纤直接纱集体提价，伟星新材业绩超预期》20210308

《建材行业周报：沿江熟料二轮上涨，龙头有望迎来量价齐升》20210301

《建材行业周报：水泥沿江熟料超预期上调，看好全年价格基调》20210222

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：陈浩武

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

证券分析师：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

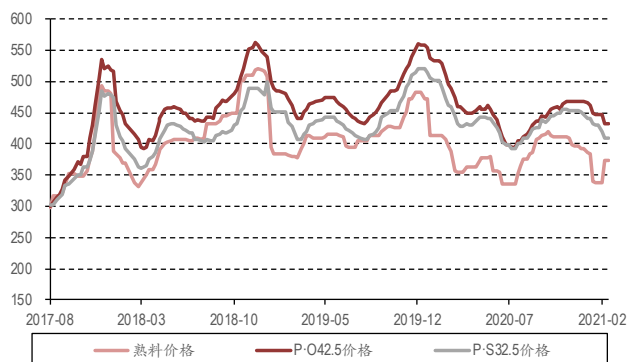
重点推荐

- 推荐业绩有望反弹的华中水泥龙头**华新水泥**，西北龙头**祁连山**；建议关注宁夏建材、海螺水泥、天山股份、上峰水泥

评级面临的主要风险

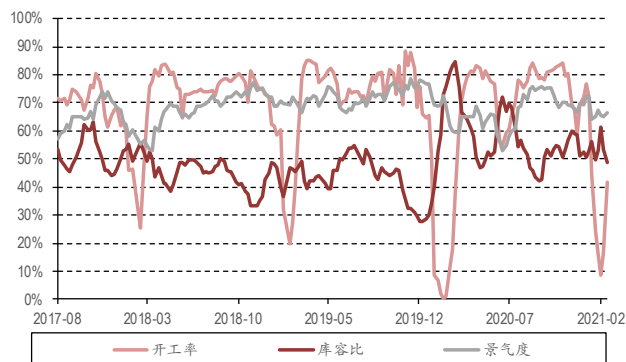
- 风险提示：价格复苏不及预期、超长雨季冲击、西北需求提升不及预期。

图表 1. 华东水泥价格表现 (元/吨)



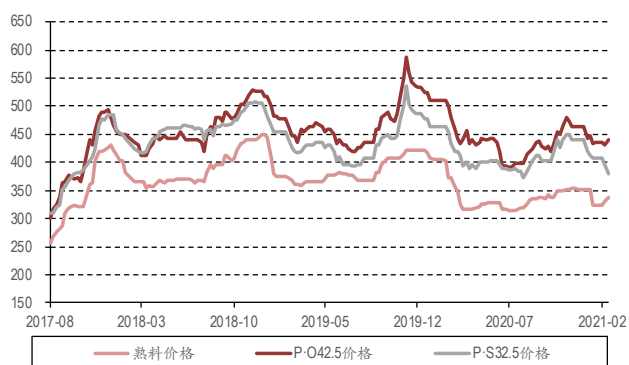
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 2. 华东水泥开工率与库容比情况



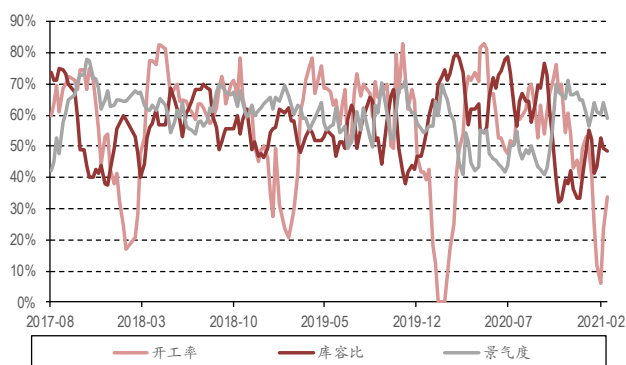
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 3. 华中水泥价格表现 (元/吨)



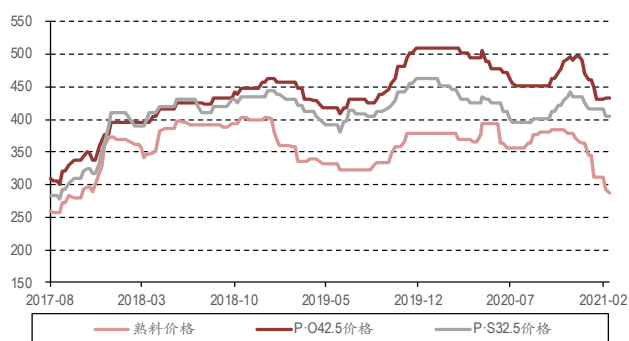
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 4. 华中水泥开工率与库容比情况



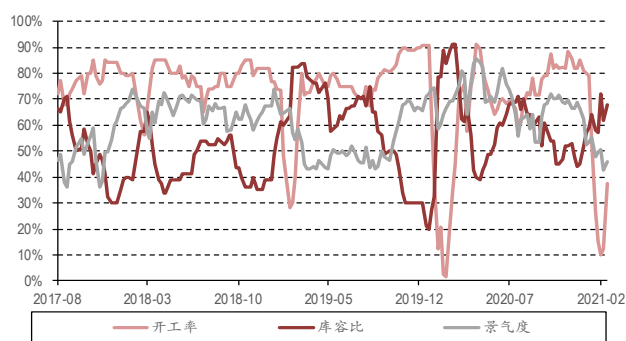
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 5. 华南水泥价格表现 (元/吨)



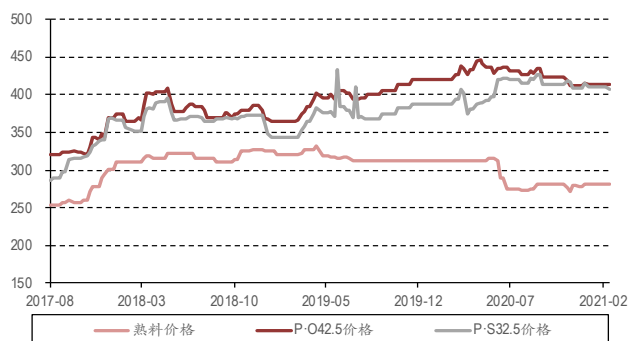
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 6. 华南水泥开工率与库容比情况



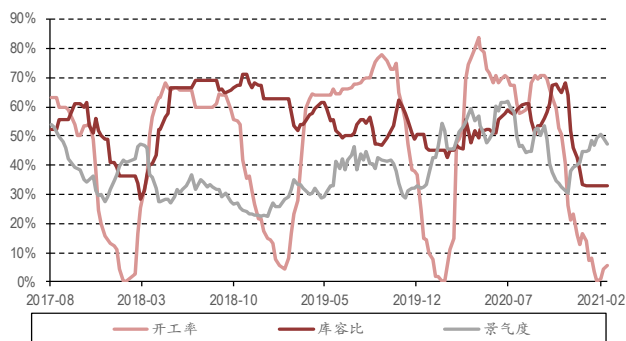
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 7. 西北水泥价格表现 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 8. 西北水泥开工率与库容比情况



资料来源：卓创资讯，中银证券

附录图表 9. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
600801.SH	华新水泥	买入	23.60	425.0	3.03	2.70	7.8	8.7	10.5
600720.SH	祁连山	买入	15.61	121.2	1.59	2.36	9.8	6.6	10.1
600585.SH	海螺水泥	未有评级	53.85	2,719.2	6.34	6.63	8.5	8.1	28.6
600449.SH	宁夏建材	未有评级	15.20	72.7	1.61	2.02	9.5	7.5	12.9
000877.SZ	天山股份	未有评级	17.23	180.7	1.56	1.45	11.0	11.9	9.8
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	21.47	174.7	2.87	3.03	7.5	7.1	7.7

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 3 月 15 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371