

# 水泥制造

证券研究报告

2021年04月25日

## 旺季涨价超预期，低估值水泥板块有望回暖

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001

wangtaoa@tfzq.com

### 全年水泥价格有望超预期，当前处于较好的布局时点

我们对当前水泥板块观点如下：四月份水泥企业发货率及磨机开工数据，反映当前需求景气度较高，预计全年水泥需求仍处于高位平台期，而环保趋严以及错峰生产常态化背景下，供给端收缩对价格形成较强支撑，全年水泥价格有望超预期，当前水泥企业估值仍处于底部区域，为较好的布局时点。

### 当前需求景气度较高，库存水平已创同期历史新低

需求端来看，水泥企业发货率自四月份以来持续超过 19 年同期水平，截至 4 月 23 日，全国水泥企业平均出货率 87%，较 19 年高 2.5pct，同比略低 1.8pct（因 20 年疫情后 4 月份赶工需求开始释放）；4 月份水泥企业磨机开工率均高于 19、20 年同期水平，反映下游需求较为旺盛，我们预计全年水泥需求或仍将处于高位平台期；而今年环保管控将进一步趋严，同时错峰生产常态化+企业自律停产将有效降低需求波动对价格的影响。全国水泥价格自三月中下旬开始进入上行通道，截至 4 月 23 日，全国重点城市水泥时点价 467 元/吨，同比高 35 元，年初至今，长三角沿江熟料价格累计已上涨 5 轮，幅度达到 120 元，超出市场预期，而四月份至今各地区水泥库存均创下历史同期最低水平，我们预计短期水泥价格或仍将保持上行趋势，同时较低的库位也能对淡季价格下调提供一定支撑，全年价格同比大概率实现正增长。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《水泥制造-行业研究简报:把握 Q4 的戴维斯双击行情》 2020-11-14
- 2 《水泥制造-行业点评:如何看待水泥行业利润创新高》 2019-01-18
- 3 《水泥制造-行业点评:曲径通幽,过剩行业缩减产能是必然趋势》 2018-11-20

### “双碳”背景下水泥供给格局有望优化，骨料市场或成为新蓝海

长期来看，水泥行业需求见顶回落已是不争的事实，在“碳达峰”及“碳中和”背景下，水泥企业环保投入将进一步增加，落后产能加快淘汰，利好龙头企业市场份额提升。另一方面，在水泥主业面临增长压力下，骨料市场或将成为水泥企业新蓝海。根据中国水泥网统计，目前骨料行业 TOP10 企业产能仍不足 5 亿吨，占比不到 3%，行业集中度远低于水泥，2017 年-2018 年国家关停砂石矿山近 3 万家，随着矿权管控趋严，骨料的资源属性逐步凸显，拿矿成本增加进一步提升了小企业进入门槛，而骨料业务毛利率较高，20 年海螺/华新骨料业务毛利率分别为 68%/63%，高于水泥熟料的 47%/40%，骨料业务有望成为水泥企业新的增长点。

### 当前估值仍处底部区域，推荐华新水泥、海螺水泥，关注中国建材

目前水泥企业估值仍处于较低水平，我们认为主要系市场对全年价格信心不足以及对需求见顶后水泥企业业绩下滑的担忧，我们认为 21 年全年价格涨幅或超市场预期，未来随着碳排放政策逐步落地，行业格局或迎来进一步改善，当前已是较好的布局时点。推荐华新水泥（主要区域华中地区 20 年受疫情影响最大，21 年量价弹性较高，同时骨料业务布局加快，21 年销量目标翻倍）、海螺水泥（规模及成本优势兼备，华东地区景气度全国最优），关注中国建材（21 年减值有望大幅下降，报表质量持续改善，新材料板块景气较高）。

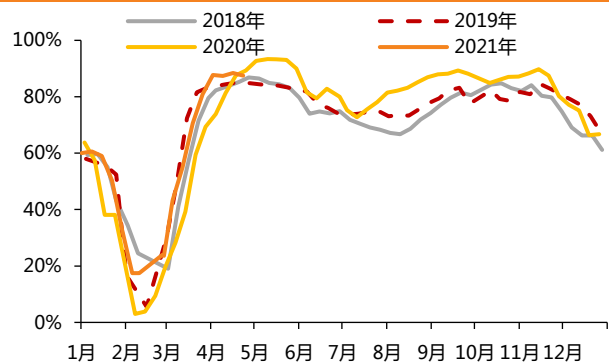
**风险提示：**水泥需求大幅下滑、旺季涨价不及预期、骨料行业竞争加剧。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-04-23	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
600801.SH	华新水泥	22.98	买入	3.03	2.69	3.32	3.75	7.58	8.54	6.92	6.13
600585.SH	海螺水泥	50.05	买入	6.34	6.63	7.01	7.36	7.89	7.55	7.14	6.80

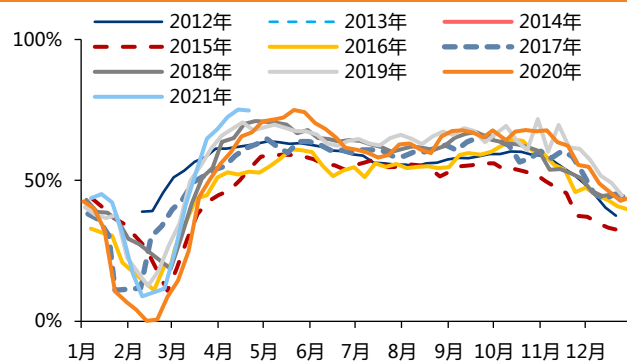
资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

图 1：分年度全国水泥发货率



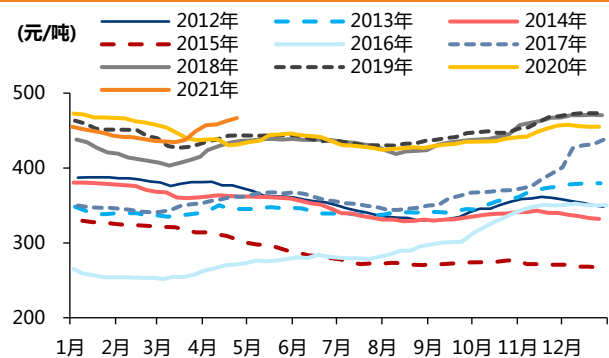
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 2：分年度全国水泥磨机开工率



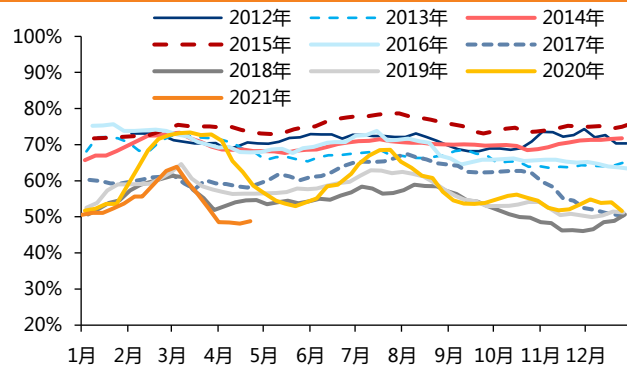
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 3：分年度全国重点城市水泥价格



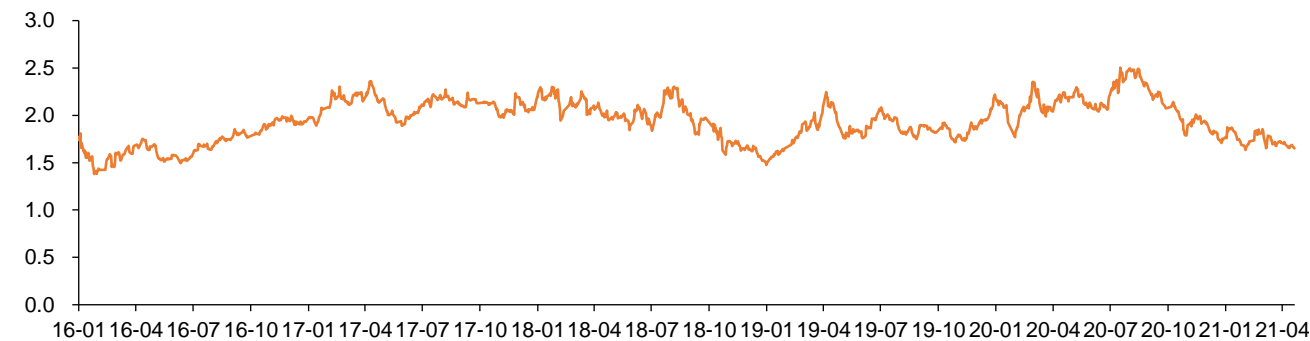
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 4：分年度全国水泥库容比



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 1：水泥企业 PB.LF 估值走势



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com