

供需改善预期下，水泥估值或修复

水泥行业点评

调研日期

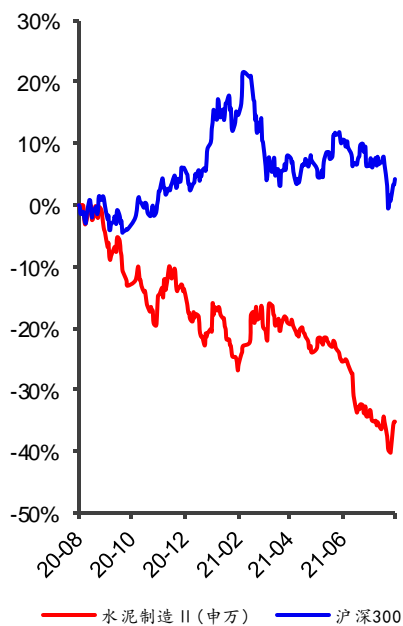
分析日期 2021年08月05日

行业评级： 标配(40)
证券分析师： 吴骏燕

执业证书编号： S0630517120001

电话： 20333916

邮箱： wjyan@longone.com.cn

行业走势图

相关研究报告

◎ 投资要点:

◆需求来看，基建投资下半年高基数影响渐小，叠加资金面上专项债有望加速发行，需求端悲观预期有所改善。整体来看，上半年基建投资保持较温和增速，我们认为其可能受到去年较高基数原因，六月增速小幅回落，预计后期基建增速将随着高基数期的过去而有所恢复。而地产投资因即将迎来高基数阶段，我们预计后续地产投资同比增速回落压力较大。但考虑到水泥需求由基建和地产共同带动，两者互相作用下，水泥整体需求或保持平稳态势。另外，货币政策层面，近期央行超预期全面降准，并表示将继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，将有利于改善基建融资环境，一定程度上对冲地方政府债发行压力。上半年政府专项债券合计新增额度仅为 1.0 万亿，距全年 3.65 万亿的发行目标仍有 2.65 万亿额度待发行，7 月政治局会议指出积极推动政府债券发行进度，推动实物工作量，我们预计下半年新增专项债发行和财政支出进度有望加快，基建存在一定的改善空间，全年有望保持温和复苏趋势。

◆供给来看，修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》自 2021 年 8 月 1 日起施行，水泥行业供给存量博弈。水泥行业置换新规落地，对置换比例及跨省置换指标进一步收紧，有利于优化水泥行业供给格局，压减过剩产能。中长期看，水泥行业是实现碳达峰、碳中和的重点行业，错峰生产等减产措施可能在未来进一步趋严，水泥行业产能出清有望进一步加速。头部水泥企业有望通过全国碳交易市场将自身在生产技术以及环保水平上的优势转换为一定的经济效益，生产工艺落后、环保水平较低的小企业成本抬升，或将被加速淘汰。

◆水泥价格淡季跌幅略超预期，后续随着旺季需求改善，外来熟料价格扰动影响减弱以及生产成本大幅增加背景下，水泥企业价格修复的需求或会增加。

◆水泥板块估值目前处于历史较低水平，供需格局预期改善下，有望短期迎来估值修复。

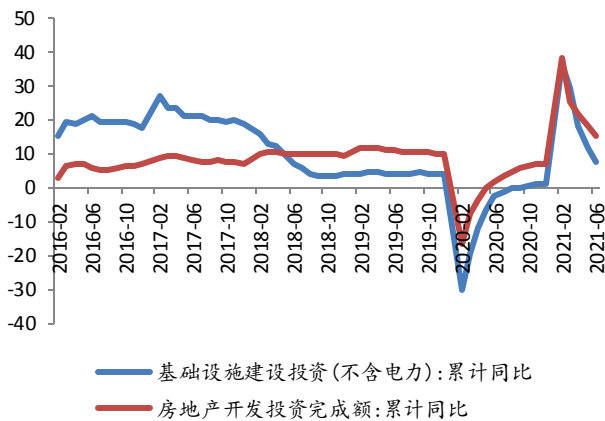
◆风险提示：基建、地产投资需求不及预期；原材料价格上涨超预期；其他政策及行业风险等。

1. 需求端：基建投资后续逐渐走出高基数影响，专项债有望加速发行

据国家统计局数据，2021年1-6月份，基础设施投资（不含电力等）同增7.8%，较2019年同期增长4.9%；房地产开发投资额7.21万亿元，同增15.0%，较2019年同期增长17.2%；两者同2019年6月单月相比分别增长5.2%和15%。整体来看，基建投资保持温和增速，我们认为其可能受到去年较高基数原因，六月增速小幅回落，预计后期基建增速将随着高基数期的过去而有所恢复。而地产投资因即将迎来高基数阶段，我们预计后续地产投资同比增速回落压力较大。

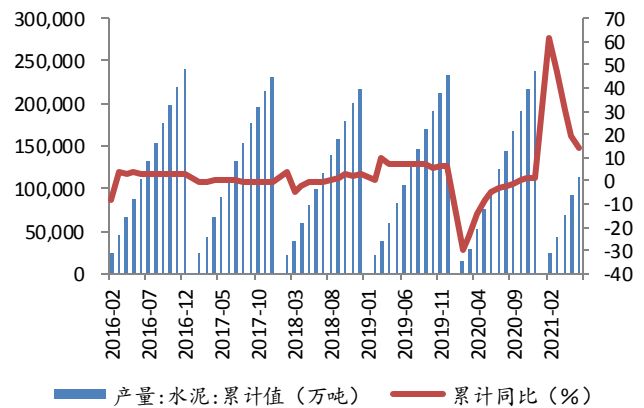
货币政策层面，近期央行超预期全面降准，并表示将继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，将有利于改善基建融资环境，一定程度上对冲地方政府债发行压力。据财政部统计，上半年政府专项债券合计新增额度仅为1.0万亿，距全年3.65万亿的发行目标仍有2.65万亿额度待发行，7月政治局会议指出积极推动政府债券发行进度，推动实物工作量，我们预计下半年新增专项债发行和财政支出进度有望加快，基建存在一定的改善空间，全年有望保持温和复苏趋势。

图1 基建和地产投资累计同比增速（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 水泥产量累计值及累计同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 供给端：产能置换新规落地，供给格局有望进一步改善

修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》自2021年8月1日起施行。其中水泥项目产能置换比例中，大气污染防治重点区域项目由1.5:1调整至2:1，非大气污染防治重点区域由1.25:1调整至1.5:1。除了更加严格的置换比例，文件还提出，使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1。我们认为此项进一步压制了行业中存在的通过置换变现新增产能的现象，行业供给端处于存量博弈阶段，水泥供给进一步优化。

中长期看，水泥行业是实现碳达峰、碳中和的重点行业。我国水泥生产规模全球第一，减排压力显著，2019年全球水泥产量约41亿吨，中国约23.3亿吨，占比57%。据数字水泥网报道，水泥行业二氧化碳排放约占全国碳排放总量的13-14%，仅次于钢铁的18%，碳排放峰值会在“十四五”期间到来。

碳中和背景下，目前水泥减排是趋势，一方面错峰生产可能进一步趋严，另一方面产能出清也会进一步加速。我们认为水泥行业实现碳减排路径主要有两种：1、依靠技术进步，降低单吨水泥碳排放；2、压减水泥产量，减少排放总量。技术性减排要求企业寻找替代原料替代能源，同时要对生产线进行环保升级改造，加大企业产能运行的成本投入，加速小企业落后产能退出；另一方面产能置换和落后产能淘汰政策直接作用于总供给。

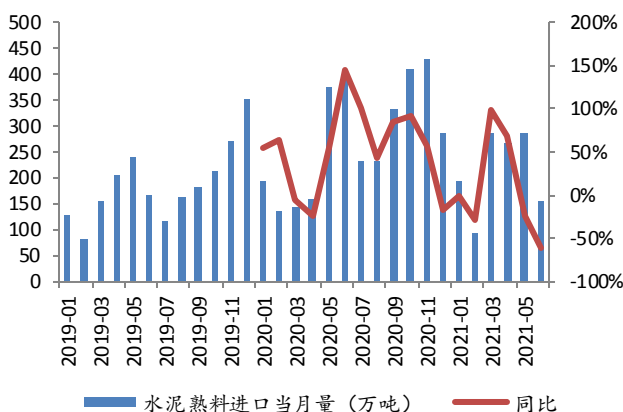
碳交易机制下，龙头企业盈利能力更强。根据财联社信息，拥有良好碳排放数据基础的水泥、电解铝行业将可能优先纳入全国碳交易市场。在碳交易模式下，政府会分配给控排企业指定期限内的碳排放额度（即碳排放配额），碳排放压力较大的企业可根据需求向其他主体购买排放额度。水泥龙头企业的生产线和技术手段更为先进、环保设施配套更为齐全，在单位排放配额下能实现更高的产量，而且凭借雄厚的资金实力和充沛的现金流，亦可购入更多排放额度，因此产量弹性更优、盈利能力更强。头部水泥企业有望通过全国碳交易市场将自身在生产技术以及环保水平上的优势转换为一定的经济效益，生产工艺落后、环保水平较低的小企业成本抬升，或将被加速淘汰。

3.水泥价格有望逐步企稳

5月中下旬后，受雨水天气影响，同时，受下游施工原材料价格持续性上涨和房贷调控等因素影响，社会资金呈现偏紧状态，水泥需求提前进入淡季，价格回落幅度略超市场预期，库存出现较明显回升。随着水泥旺季逐步来临，降雨影响减弱，叠加下半年基建有望加速，后续水泥需求或逐步回暖；在供给格局进一步改善背景下，水泥价格进一步下跌的可能性和空间都不大。

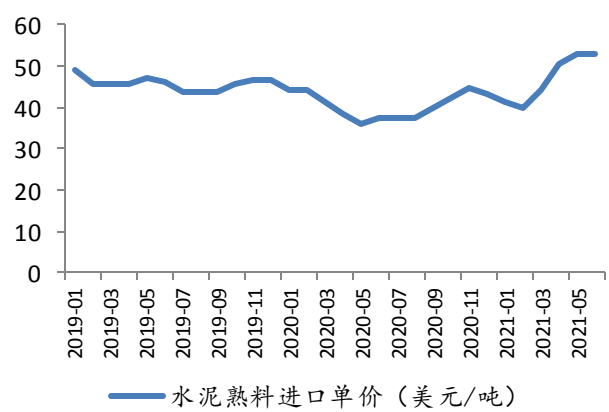
另外，受今年海运成本上升影响，海外熟料对水泥价格冲击影响减弱，从海关统计数据可以看出，进口熟料价格近期有所上涨，进口增速随之减缓。

图 3 水泥熟料进口当月数量及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

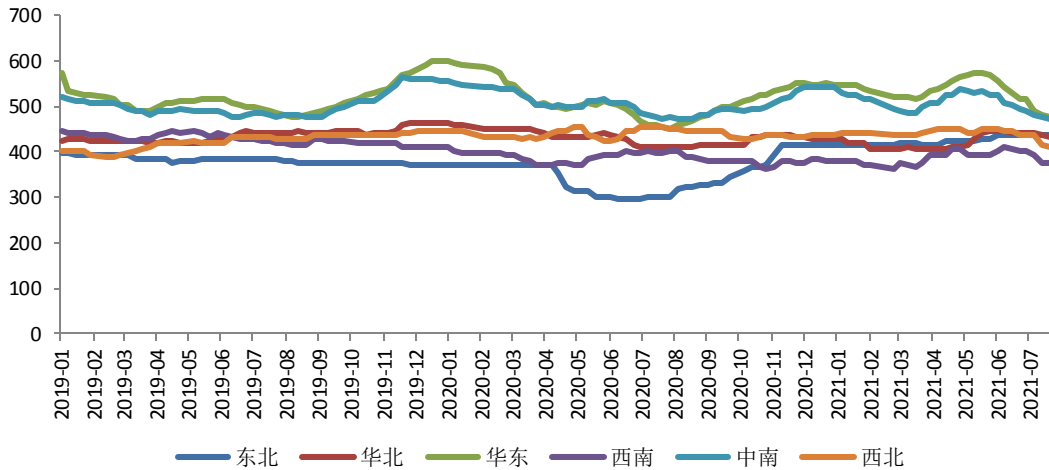
图 4 水泥熟料进口单价 (美元 / 吨)



资料来源：Wind，东海证券研究所

从上周的水泥数据来看，已有部分局部地区水泥价格开始企稳。广西中南部地区华润、南方等部分厂家月初通知上调水泥价格 50 元，海螺等暂定通知上调 30 元。同时，华新水泥也从 8 月 2 日起，上调水泥价格，P.O42.5 包装/散装品种上调 40 元 / 吨，P.C42.5 及 M32.5 包装/散装品种上调 40 元/吨。我们认为在行业基本面边际改善预期下，成本端的高压力使厂家修复水泥价格的预期也更为强烈。

图5 全国各地区 PO42.5 水泥均价走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

4. 水泥估值处于历史较低位

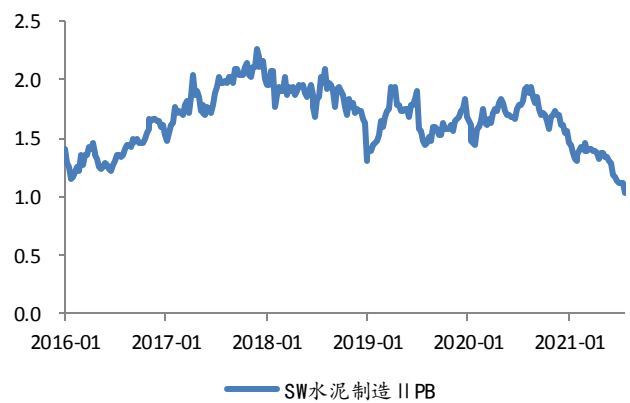
截至上周 (7 月 30 日), 水泥板块整体估值 PE TTM 为 6.05 倍, PB 为 1.03 倍, 从历史水平来看均处于较低水平, 安全边际凸显。我们认为供需格局预期改善下, 有望迎来估值修复。

图6 水泥板块 PE TTM 走势



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 水泥板块 PB 走势



资料来源: Wind, 东海证券研究所

5. 风险提示

基建、地产投资需求不及预期; 原材料价格上涨超预期; 其他政策及行业风险等

分析师简介:

吴骏燕, 2015年11月加入东海证券, 主要研究方向为建筑、建材。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089