

强于大市

| 公司名称 | 股票代码 | 股价(人民币) | 评级 |
|------|-----------|---------|----|
| 海螺水泥 | 600585.SH | 47.64 | 买入 |
| 冀东水泥 | 000401.SZ | 14.38 | 增持 |
| 万年青 | 000789.SZ | 16.66 | 增持 |

资料来源：万得，中银证券

以2021年09月24日当地货币收市价为标准

水泥行业系列专题报告 1

特征明显的周期行业，景气度底部回升可期

水泥作为用途最广的建材，具有周期性、区域性等特征，行业总体呈“南强北弱”态势，区域集中度较高。近期随着新的产能置换规定出台，行业供给有望获得进一步约束，730会议有望对水泥需求形成边际改善，行业景气度有望迎来改善。

支撑评级的要点

- **水泥是用途最广的建材，型号众多，具有周期性、区域性、季节性、开停灵活、不易储存的特性：**水泥作为一种胶凝材料，是当今用途最广泛的建筑材料。其制备过程可以分为“研磨-煅烧-粉磨”三阶段，根据粉磨阶段的掺合料以及强度等级可以分为普通硅酸盐水泥等36种型号。水泥自身具有周期性、区域性、季节性、开停灵活、不易储存五大特性，其行业分析也围绕这五个特性逐步展开。
- **2020年全行业产量23.8亿吨，行业呈“南强北弱”态势，各区域内集中度较高：**水泥行业自1998年以来经过三个阶段的发展目前进入高质量发展期，2020年产量23.8亿吨，熟料产能18.2亿吨。水泥主要原料是石灰石，主要燃料是煤炭，电力、煤炭、石灰石占其生产成本接近70%，其中煤炭是其成本主要的影响因素。水泥下游主要是地产、基建、农村，三者占比相近，其中基建和地产需求周期性较强。水泥行业总体呈“南强北弱”的态势，各个区域内集中度较高。对于单个企业来说，物流运输、成本管控、矿山资源、区域格局都是重要的竞争优势。
- **分析框架围绕供需大框架展开，注意水泥特有的区域思维和边际思维：**我们认为水泥基本面分析依然围绕供需大框架展开，需求端主要跟踪地产、基建相关数据，供给端跟踪错峰限产以及产能投放情况。在更短期的尺度应该跟踪熟料库容比的情况，长期的尺度应该关注人口迁徙以及各区域产能政策。同时应当注意水泥特有的区域思维和边际思维。对于二级市场表现，我们认为水泥行业信息发布更为透明，市场可以更及时获取行业信息，指数表现与行业景气度高度相关。
- **《水泥玻璃行业产能置换实施办法》提升水泥产能置换标准，730会议有望对水泥需求形成边际改善：**近期工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，相比2018年版本，新政策堵上了原先跨省置换和僵尸产能置换的漏洞，并且提升了置换比例，对未来水泥供给侧增长形成了较好的约束。需求端近期730会议重提预算内投资和地方债发行，基建托底作为逆周期调节工具有望重提，预计有望在跨年度对水泥需求形成边际改善。
- **水泥行业总体景气度有望迎来改善：**我们认为供给端随着《水泥玻璃产能置换实施办法》的推进行业供给有望进一步收缩，而且随着行业需求回归正常，区域协同执行力度有望得到恢复。需求端随着基建投资重提，行业需求有望得到边际改善，而且三四季度为施工旺季，行业需求也将迎来季节性回暖。水泥行业总体景气度有望迎来改善。

重点推荐

- 重点推荐行业龙头海螺水泥、冀东水泥、万年青。

评级面临的主要风险

- 产能政策执行不及预期，需求提升不及预期，公转铁以及海外熟料削弱区域性，煤炭价格持续上涨。

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：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 水泥行业：产品应用广泛，行业特点鲜明 | 6 |
| 行业格局：需求三足鼎立，格局“南强北弱” | 10 |
| 分析框架：基于供需格局展开，边际思维与区域思维并重 | 16 |
| 行业景气度有望迎来回升 | 23 |
| 重点推荐 | 26 |
| 投资建议 | 27 |
| 风险提示 | 28 |
| 海螺水泥 | 30 |
| 冀东水泥 | 38 |
| 万年青 | 45 |
| 优秀的江西本土水泥企业 | 46 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1.常见的水泥分类和型号 | 6 |
| 图表 2. 水泥行业产业链示意图 | 6 |
| 图表 3. 水泥行业和宏观经济周期联动示意图 | 7 |
| 图表 4. 水泥运距与运费情况..... | 7 |
| 图表 5. 城镇化率不同，地区间水泥用量不同 | 8 |
| 图表 6. 水泥行业开工率具有明显季节性..... | 8 |
| 图表 7. 不同品种产能利用率变动和净利率变动的关系(玻璃玻纤相比水泥明显更为敏感)..... | 8 |
| 图表 8. 因为没有库存调节，水泥价格波动幅度明显小于平板玻璃..... | 8 |
| 图表 9. 1998 年以来水泥行业的发展阶段..... | 10 |
| 图表 10. 水泥产量和产能增速..... | 10 |
| 图表 11. 基建和地产投资增速..... | 10 |
| 图表 12. 近年来基建、地产、水泥行业重要政策..... | 11 |
| 图表 13. 我国各省份石灰石储量分布情况..... | 11 |
| 图表 14. 石灰石矿山开采规模与年限要求..... | 11 |
| 图表 15. 水泥成本结构拆分 | 12 |
| 图表 16. 基建、地产、农村需求三足鼎立..... | 12 |
| 图表 17. 水泥生产主要原料与燃料成本测算 | 12 |
| 图表 18. 水泥行业熟料产能规模排名(单位:万吨)..... | 13 |
| 图表 19. 各区域内水泥龙头熟料产能情况(单位：万吨)..... | 13 |
| 图表 20. 企业布局：传统战略和 T 型战略对比 | 14 |
| 图表 21. 2013-2020 年，海螺销售规模最大，吨成本+费用最低 | 14 |
| 图表 22. 水泥龙头石灰石矿山储量充裕 | 15 |
| 图表 23. 长三角和珠三角是传统水泥需求集中地..... | 15 |
| 图表 24. 2003 年以来水泥指数经历四轮周期 | 16 |
| 图表 25. 行业估值与基本面高度同比，上市公司业绩表现有所滞后 | 16 |
| 图表 26. 水泥行业发展可以大致分为三个阶段..... | 17 |
| 图表 27. 第一阶段地产基建需求高速增长..... | 17 |
| 图表 28. 第一阶段总体供不应求..... | 17 |
| 图表 29. 第一阶段地产基建调控政策以鼓励刺激为主..... | 17 |
| 图表 30. 第二阶段下游需求中枢下滑 | 18 |
| 图表 31. 第二阶段供需中枢开始下行 | 18 |
| 图表 32. 第二阶段调控政策周期性初现 | 18 |

| | |
|---|----|
| 图表 33. 第三阶段地产调控更加严格, 基建调控更加精准 | 19 |
| 图表 34. 第三阶段需求增速低且平稳 | 19 |
| 图表 35. 第三阶段供给冲击明显下降 | 19 |
| 图表 36. 水泥基本面分析依然基于供需大框架展开(深色为外生变量, 浅色为可观测指标)..... | 20 |
| 图表 37. 行业供需缺口与整体景气度水平基本吻合 | 20 |
| 图表 38. 水泥需求主要跟踪基建投资与地产新开工 | 21 |
| 图表 39. 近年来不同区域停产天数变化以跟踪供给 | 21 |
| 图表 40. 短期价格变动和库容变动相关 | 21 |
| 图表 41. 我国 2011 年以来人口主要向经济发达地区迁徙..... | 21 |
| 图表 42. 下游需求改变了寡头的收益矩阵, 协同基础也出现变化 | 21 |
| 图表 43. 行业景气度和业绩增速下行 | 23 |
| 图表 44. 2021 年 5 月份降雨仍高于历史平均..... | 23 |
| 图表 45. 2021Q2 基建投资增速回落 | 23 |
| 图表 46. 房地产开工、竣工、销售面积情况 | 23 |
| 图表 47. 两版《水泥玻璃产能置换实施办法》比较 | 24 |
| 图表 48. 最近几次政治局会议对财政政策和基建相关表述 | 24 |
| 图表 49. 近期其他政策文件对财政政策的表述 | 25 |
| 图表 50. 专项债发行节奏放缓..... | 25 |
| 图表 51. 未来专项债到期金额保持平稳 | 25 |
| 附录图表 52. 报告中提及上市公司估值表..... | 29 |
| 图表 1. 海螺水泥历史沿革..... | 31 |
| 图表 2 海螺水泥股权结构图..... | 31 |
| 图表 3. 公司收入利润表现向好 | 31 |
| 图表 4. 公司盈利能力与现金创造能力强大 | 31 |
| 图表 5. 公司收入以水泥和熟料为主, 近年发展贸易和骨料(单位:百万元)..... | 32 |
| 图表 6. 中东部地区是公司主要收入来源(单位: 百万元)..... | 32 |
| 图表 7. 公司熟料产能主要集中在安徽、湖南等省份(单位: 万吨)..... | 32 |
| 图表 8. 近年来公司水泥粉磨产能快速增长 | 33 |
| 图表 9. 公司成本管控优秀, 盈利能力强大 | 33 |
| 图表 10. 海螺水泥的 T 型战略..... | 33 |
| 图表 11. 长三角是我国水泥需求最旺盛的区域 | 34 |
| 图表 12. 海螺水泥矿山储备领先同行 | 34 |
| 图表 13. 海螺水泥吨经营利润明显领先同行(单位:元/吨) | 34 |
| 图表 14. 海螺水泥吨成本+吨费用明显低于同行(单位:元/吨)..... | 34 |

| | |
|---|----|
| 图表 15. 随着进口熟料增长公司贸易业务快速增长 | 35 |
| 图表 16. 公司骨料产能逐年增加 | 35 |
| 图表 17. 公司海外战略发展领先同行, 海外熟料产能规模遥遥领先(单位:万吨).... | 35 |
| 图表 18. 公司通过化学吸收装置降低碳排放 | 36 |
| 图表 1. 冀东水泥和金隅集团历史沿革 | 39 |
| 图表 2. 冀东金隅重组第一阶段股权结构示意图 | 39 |
| 图表 3. 冀东金隅重组第三阶段股权结构示意图 | 39 |
| 图表 4. 2015 年重组前冀东水泥产能分布 | 40 |
| 图表 5. 2020 年重组后冀东金隅产能分布 | 40 |
| 图表 6. 公司收入利润表现向好 | 40 |
| 图表 7. 公司盈利能力与现金创造能力强大 | 40 |
| 图表 8. 公司收入以水泥和熟料为主, 近年发展贸易和骨料(单位:百万元)..... | 41 |
| 图表 9. 中东部地区是公司主要收入来源(单位:百万元) | 41 |
| 图表 10. 公司熟料产能主要集中在安徽、湖南等省份(单位:万吨) | 41 |
| 图表 11. 近年来公司水泥粉磨产能快速增长 | 42 |
| 图表 12. 公司成本管控优秀, 盈利能力强大 | 42 |
| 图表 13. 华北水泥综合景气度提升, 好于全国 | 42 |
| 图表 14. 冀东金隅产能在华北占绝对优势 | 42 |
| 图表 15. 京津冀 2021 年计划完成投资额增速仍在 10% 以上 | 42 |
| 图表 16. 华北固定资产投资-建安工程表现相对较好 | 43 |
| 图表 17. 华北近期地产开工数据相对较好 | 43 |
| 图表 1. 万年青历史沿革 | 46 |
| 图表 2. 万年青股权结构图 | 46 |
| 图表 3. 公司收入利润表现向好 | 46 |
| 图表 4. 公司盈利能力与现金创造能力强大 | 46 |
| 图表 5. 公司收入以水泥和熟料为主, 近年发展贸易和骨料(单位:百万元)..... | 47 |
| 图表 6. 中东部地区是公司主要收入来源(单位:百万元) | 47 |
| 图表 7. 公司在上饶、赣州、景德镇、九江有 14 条产线合计 1,421 万吨熟料产能(单 位:万吨) | 47 |
| 图表 8. 近年来公司公司水泥销量趋稳 | 48 |
| 图表 9. 公司成本管控优秀, 近年来吨盈利明显提升 | 48 |
| 图表 10. 江西省水泥产量基本自给自足 | 48 |
| 图表 11. 万年青是省内水泥寡头之一 | 49 |
| 图表 12. 江西省人均用量与城镇率水平匹配 | 49 |
| 图表 13. 江西省内固定资产投资-建安工程平稳向好 | 49 |
| 图表 14. 江西省内地产开工增速小幅回升 | 49 |

水泥行业：产品应用广泛，行业特点鲜明

水泥应用广泛，分类众多，制备过程分为三个阶段

水泥是一种胶凝材料，广泛应用于建筑工程中，主要分为通用水泥和特种水泥：水泥是一种粉状硬性无机胶凝材料，可加水搅拌成浆体，能在空气中硬化或在水中硬化，并能将砂、石等材料牢固地胶结在一起。水泥硬化后强度较高，而且能够抵抗淡水或含盐水的侵蚀，适宜在建筑工程中使用。长期以来，水泥作为一种重要的胶凝材料，广泛应用于土木建筑、水利、国防等工程中。硅酸盐水泥（即国外通称的“波特兰水泥”）是最常见的水泥品种之一。水泥按用途及性能可以分为通用水泥和特种水泥。通用水泥主要是指 GB175—2007 规定的六大类水泥，即硅酸盐水泥、普通硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥、火山灰硅酸盐水泥、粉煤灰硅酸盐水泥和复合硅酸盐水泥；特种水泥是指具有特殊性能或用途的水泥，如 G 级油井水泥、快硬硅酸盐水泥、道路硅酸盐水泥、铝酸盐水泥、硫铝酸盐水泥等。

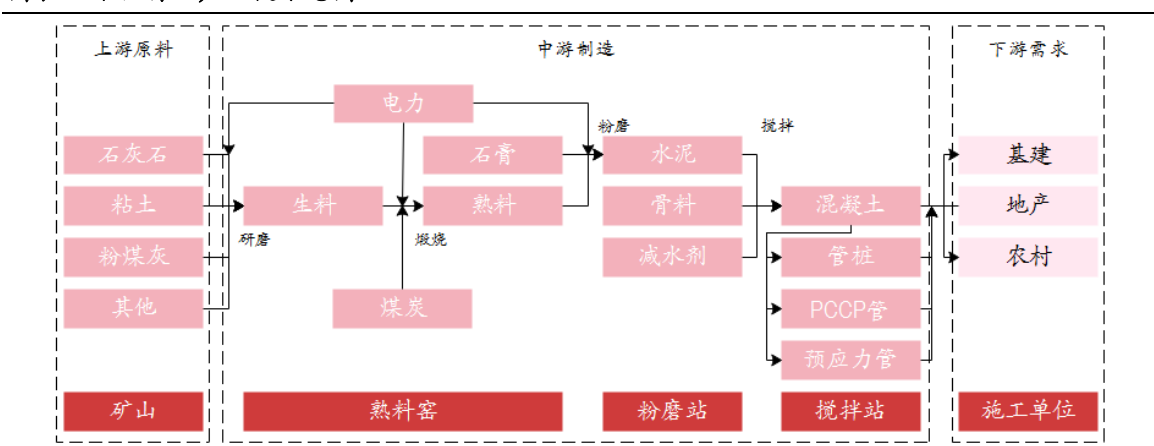
图表 1. 常见的水泥分类和型号

| 水泥名称 | 标准编号 | 掺合料 | 掺合比例 | 早期强度 | 耐磨 | 抗腐蚀 | 水化热 | 代号 | 强度等级 |
|----------|--------------|--------|--------|---------------------|----|-----|-----|----------|-------------------------|
| 硅酸盐水泥 | GB175-1999 | 粒化高炉矿渣 | 0-5% | 高 | 好 | 差 | 高 | P·I、P·II | 42.5(R)、52.5(R)、62.5(R) |
| 普通硅酸盐水泥 | GB175-1999 | 粒化高炉矿渣 | 6-15% | 中 | 好 | 差 | 高 | P·O | 32.5(R)、42.5(R)、52.5(R) |
| 矿渣硅酸盐水泥 | GB1344-1999 | 粒化高炉矿渣 | 20-70% | 低 | 差 | 好 | 低 | P·S | 32.5(R)、42.5(R)、52.5(R) |
| 火山灰硅酸盐水泥 | GB1344-1999 | 火山灰质混材 | 20-50% | 低 | 差 | 好 | 低 | P·P | 32.5(R)、42.5(R)、52.5(R) |
| 粉煤灰硅酸盐水泥 | GB134-1999 | 粉煤灰 | 20-40% | 低 | 差 | 好 | 低 | P·F | 32.5(R)、42.5(R)、52.5(R) |
| 复合硅酸盐水泥 | GB12958-1999 | 两种掺合料 | 15-50% | 介于普通水泥和粉煤灰、火山灰、矿渣水泥 | | | | P·C | 32.5(R)、42.5(R)、52.5(R) |

资料来源：GB175-1999、GB1344-1999、GB134-1999、GB12958-1999，中银证券

水泥具体制备过程主要分为“研磨-煨烧-粉末”三个阶段：第一阶段是石灰石、粘土、铁质原料等原材料按比例混合粉磨得到生料；第二阶段是生料煨烧至部分或全部熔融之后，冷却得到熟料；第三阶段是熟料与石膏、辅助原料混合粉磨得到水泥成品。水泥与砂石骨料按一定比例混合、搅拌、密实成型后可得到混凝土，用于基建、地产等各种建筑工程中。混凝土可以进一步制备成管桩、预制构件等。水泥行业上游主要是石灰石、粘土等矿产资源，下游则对接基建、房地产和农村市场等，其中基建端占比 30%-40%，地产占比 25%-35%，农村市场占比在 30% 左右。

图表 2. 水泥行业产业链示意图



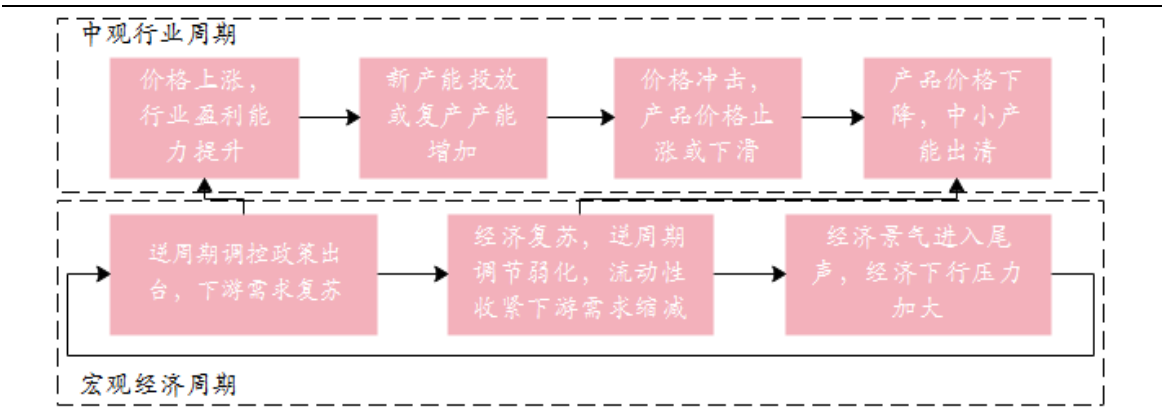
资料来源：中国水泥网，中银证券

水泥行业具有周期性、区域性、季节性、开停灵活、不易储存五大特性

周期性

水泥行业是周期性行业，受宏观经济和政策影响较明显：由于水泥下游的基建和房地产行业受宏观经济影响较大，因此水泥行业也会随着宏观经济和政策周期的变化而变化。一轮典型水泥周期的表现如下：1.逆周期政策调控出台，流动性宽松，下游需求改善，带动水泥价格上涨，行业盈利能力提升。2.行业新投或者复产产能增加，行业整体进入高度景气阶段。3.新投产能对价格形成冲击，产品价格上涨放缓或者有所下滑。4.经济复苏，逆周期调节弱化，流动性收紧，下游需求缩减，产能过剩的环境下产品价格下降，中小产能出清。5.经济景气进入尾声，经济下行压力较大，新一轮逆周期调控出台。

图表 3. 水泥行业和宏观经济周期联动示意图



资料来源：中银证券

区域性

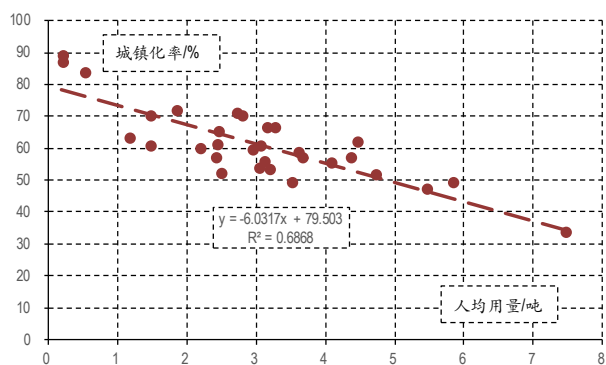
水泥具有“短腿”属性，区域性特征明显：由于水泥售价较低（每吨在 300-500 元左右），对运费较为敏感；且水泥体积较大，运输多有不便，因此水泥的运输半径较短，具有一定的区域性。按照公路 50 元百公里左右的运费水平，水泥的公路运输半径在 200-300 公里左右；按照水运 5 元百公里的运费水平计算，水路运输半径在 800 公里左右。由于水运方式成本低、运输距离远，因此水泥企业在沿江、大河和港口方面进行布局能够在一定程度上降低运输成本，拉开与其他水泥企业的成本差距。水泥的区域性也导致了不同区域景气度和格局截然相反，不同地区城镇化水平和人口规模决定了该地区水泥行业的市场规模。

图表 4. 水泥运距与运费情况

| | 单价(吨公里元) | 千公里运费(元/吨) | 传统运距(公里) |
|----|----------|------------|----------|
| 铁路 | 0.1 | 100.0 | 200.0 |
| 公路 | 0.5 | 500.0 | 200.0 |
| 水运 | 0.05 | 50.0 | 800.0 |

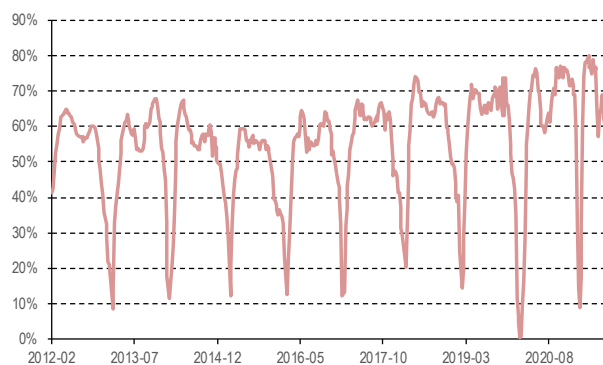
资料来源：数字水泥网，中银证券

图表 5. 城镇化率不同，地区间水泥用量不同



资料来源：万得，同花顺iFind，中银证券

图表 6. 水泥行业开工率具有明显季节性



资料来源：卓创资讯，中银证券

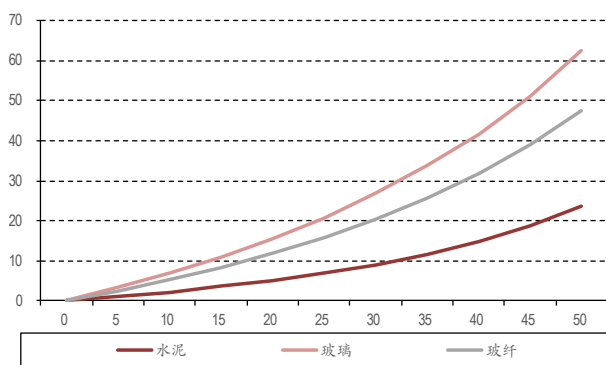
季节性

受下游施工条件影响，水泥行业有明显的淡旺季区分：一般情况下，第一、三季度受春节假期和炎热多雨天气的影响，下游施工进度放缓，导致水泥需求减少，行业进入淡季；二、四季度天气条件适宜，下游施工进度加快，水泥需求增加，行业进入旺季，其中四季度是最旺的旺季，赶工一直要到春节前。在气候更恶劣的西北、东北、华北地区，施工工期更短，11月-次年3月气温较低，实际上的旺季基本上就只有二季度。因此全年水泥产能很难达到满产，全年基本在 85%左右的产能利用率，华东旺季可以达到 90%左右的水平。

产能开停灵活

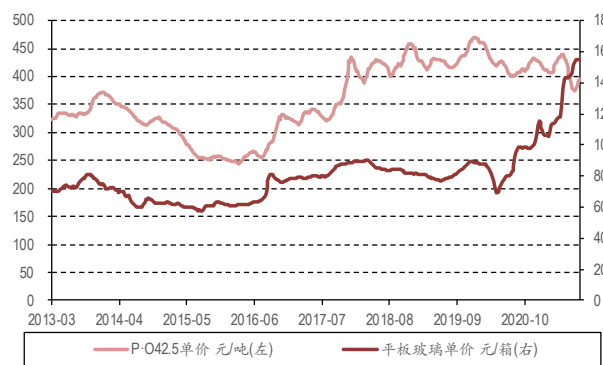
水泥固定生产成本占比较低，产能开停灵活，适合进行错峰生产：与玻璃、玻纤、钢铁等固定成本占比较高的材料不同，水泥生产成本中，固定成本占比仅为 10%左右，因此水泥产能的开停所耗费的成本较低，产能开停更加灵活。参考相关行业龙头上市公司进行测算，水泥行业产能利用率变动导致净利率的损失要明显小于玻璃和玻纤。玻璃和玻璃固定成本占比较高决定了其连续生产特性，相比较下水泥开庭灵活，适合通过错峰生产政策控制总产量。

图表 7. 不同品种产能利用率变动和净利率变动的关系(玻璃玻纤相比水泥明显更为敏感)



资料来源：公司财报，中银证券测算

图表 8. 因为没有库存调节，水泥价格波动幅度明显小于平板玻璃



资料来源：卓创资讯，中银证券

不易储存

水泥不易储存，没有库存，金融属性较弱：水泥遇水即硬化，易与空气中的水分反应，因此难以大量、长期储存（水泥生产企业一般有 1 个月的库容量），通常认为水泥具有不可储存性。相比之下，熟料储存期较长，熟料库容比可以反应当前区域内水泥供需均衡的状况，可以在短期内对价格进行预判。水泥不易储存的特点也决定了水泥不具有金融属性，相比之下，玻璃等其他具有库存的商品在价格波动时，渠道的主动补/去库存会加大行业的波动。

水泥行业呈现“需求刚性、价格弹性”格局，**边际逻辑清晰**。基建行业在我国经济中具有托底作用，房地产行业也是近年推动我国经济快速发展的重要推手，未来基建和房地产行业仍将继续在我国经济发展中起到重要作用，对水泥的需求是刚性的。受需求端刚性的影响，当水泥供不应求时，行业景气度较高，水泥价格会出现较大的弹性波动，涨幅较大。因此，水泥的区域性和边际逻辑决定了我们需要分不同区域观察水泥行业发展情况和供需格局变化。

行业格局：需求三足鼎立，格局“南强北弱”

经历高速增长，目前进入平稳发展期

1998年以来水泥行业发展可分为三个阶段：**第一阶段是1998-2008年**：为对冲东南亚金融危机，1998年起开启一系列宏观调控。1998-2002年，国家共发行长期建设国债6,540亿，安排998个基建项目，投资总额达3705亿。2003年，国家将房地产行业确立为支柱产业，地产投资快速增长。基建地产双发力下水泥需求快速增加，产量由1998年的5.4亿吨提升至2008年的14.2亿吨，CAGR达到10.3%。**第二阶段是2009-2014年**：2008年底为对冲国际金融危机，国家推出进一步扩大内需的十项措施，至2010年底对应投资总额达4万亿，其中基建投资3.3万亿。“四万亿”刺激导致地产过热，国家逐步加强调控，水泥产量增速逐步放缓，产能过剩现象凸显。**第三阶段是2015年至今**：2015年之后全国水泥产量进入了平台期。地产市场逐步转向存量市场，基建投资逐步从拉动经济变为逆周期调控手段，对应水泥需求逐步趋稳。同时“三去一降一补”开启行业供给侧改革帷幕，逐步开始错峰限产、减量置换、行业协同等措施，行业格局迎来重塑。

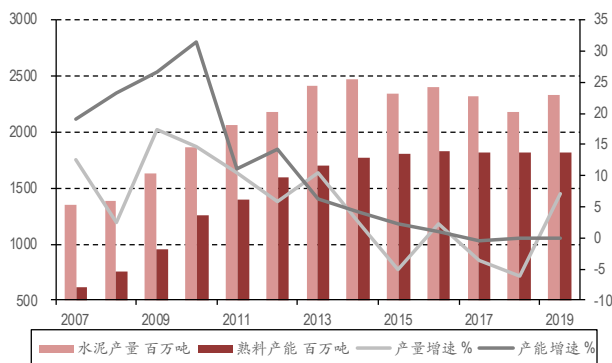
图表 9. 1998 年以来水泥行业的发展阶段

| 时间 | 阶段 | 发展情况概述 |
|-------------|------|--|
| 1998-2008 年 | 第一阶段 | 伴随着中国经济快速增长，基建与地产双发力，水泥产量迅速攀升，行业步入高速增长期。 |
| 2009-2014 年 | 第二阶段 | 国际金融危机爆发后，基建与地产拉动需求提上日程，但政策对基建和地产的调控也加强，行业周期性开始凸显。全行业产量增速逐步放缓，产能过剩现象开始显现。 |
| 2015-2021 年 | 第三阶段 | 需求端仍有周期性，供给侧改革开始推进，水泥行业逐步开启错峰、限产、减量置换等一些列措施；区域内企业开始进行协同保价，行业格局优化，行业盈利能力快速提升。 |

资料来源：中银证券

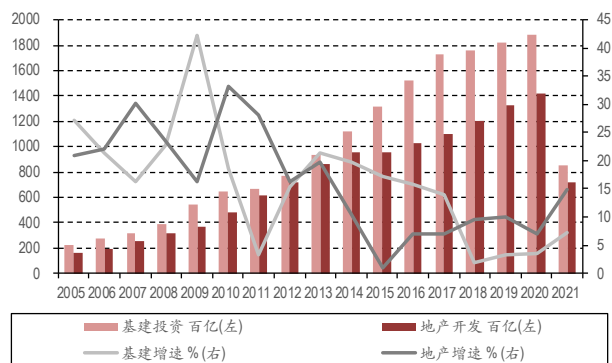
多年来水泥行业保持中高速增长，2020年行业产量23.8亿吨，熟料产能18.2亿吨：1998-2020年，全国水泥产量从5.1增长至23.8亿吨，CAGR为7.2%；其中2014-2020年行业产量规模趋于稳定，单看1998-2014年，全国水泥产量从5.1增长至24.8亿吨，CAGR为10.3%。2006-2016年，全国熟料产能从5.2亿吨增长为18.3亿吨，CAGR为13.5%。2016年后，随着供给侧改革减量置换的推进，行业熟料产能规模保持相对稳定。2020年全国熟料产能为18.3亿吨，按照水泥/熟料产量比1.5估算，产能利用率约为86.5%。

图表 10. 水泥产量和产能增速



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 基建和地产投资增速



资料来源：国家统计局，中银证券

供给端的政策以及企业调整还有需求端的政策调控共同决定了行业的周期性：水泥行业需求端和供给端都有明显的周期性。需求端的周期性主要来自宏观政策对于基建和地产投资的调控，供给端的周期性一方面来自供给侧改革政策的调整(错峰限产、减量置换)另一方面来自行业参与者对于当前行业景气度判断而做出的行为(行业协同，僵尸产能复产等)。

图表 12. 近年来基建、地产、水泥行业重要政策

| 涉及领域 | 时间 | 发布机构 | 主要内容 |
|------|---------|---------|---|
| 基建 | 2008-11 | 国务院 | 国务院常务会议确定了当前进一步扩内需、促增长的十项措施，启动规模高达4万亿元的财政扩张政策，并且将2009年的预算财政赤字规模定为9500亿元，是2008年预算赤字1800亿元的5倍多。 |
| 地产 | 1998-07 | 国务院 | 停止住房实物分配，逐步实行住房分配货币化，建立和完善以经济适用住房为主的住房供应体系，发展住房金融，培育和规范住房交易市场 |
| | 2008-12 | 国务院 | 加大保障房建设力度，进一步鼓励商品房消费，支持房地产开发企业融资需求，取消城市房地产税 |
| 水泥 | 2016-04 | 财政部、住建部 | 多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，推进棚户区改造货币化安置，切实化解库存商品住房，推进政府购买棚户区改造服务等 |
| | 2015 | 工信部 | 水泥行业实施等量或减量置换，环境敏感区置换比例为1.25倍，其他地区实施等量置换。 |
| | 2018 | 国务院 | 涉及15省，其他地区结合当地情况，在春节期间、酷暑伏天和雨季开展错峰生产 |

资料来源：国务院、央行、原银监会，中银证券

石灰石矿山资源价值凸显，基建地产农村需求三足鼎立

石灰石是制备水泥的重要原料，受环保政策影响，石灰石可供开采数量不断减少：石灰石开采是水泥制备过程的第一道工序。据我们测算，生产一吨水泥需要约1.1吨石灰石，在水泥生产总成本中占比约15%。我国石灰岩矿资源丰富，除上海、香港、澳门外，在各省、直辖市、自治区均有分布，其中陕西省保有储量49亿吨，居全国之首。近年来环保政策趋严，为了保护环境、防止水土流失，可供开采的水泥石灰岩数量将不断减少。

图表 13. 我国各省份石灰石储量分布情况

| 省份 | 各自保有储量(亿吨) |
|--|------------|
| 陕西 | 49 |
| 安徽、广西、四川、重庆 | 30-34 |
| 山东、河北、河南、广东、辽宁、湖南、湖北 | 20-30 |
| 黑龙江、浙江、江苏、贵州、江西、云南、福建、山西、新疆、吉林、内蒙古、青海、甘肃 | 10-20 |

资料来源：中国水泥网，中银证券

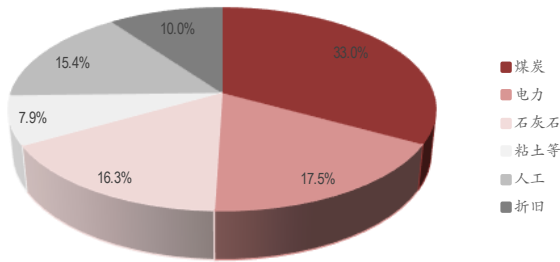
石灰石矿山价值凸显，行业龙头沿矿山布设熟料产能：石灰石开采是水泥行业的上游，随着当前环保政策影响，石灰石矿山开采和年限要求均有提升，供给受限环境下石灰石价格有所提升，矿山价值凸显。主要水泥龙头为保证生产原料供应，一般自有石灰石矿山，并将熟料产能建在矿山周围。部分企业直接用传送带将开采好的石灰石矿传送到熟料窑，减少运输成本。

图表 14. 石灰石矿山开采规模与年限要求

| 水泥用石灰岩矿 | 大型 | 中型 | 小型 |
|----------------|-----|----|----|
| 矿山最低开采规模(万吨/年) | 100 | 50 | 30 |
| 矿山最低服务年限(年) | 20 | 15 | 10 |
| 采矿许可证最长有效年限(年) | 30 | 20 | 10 |

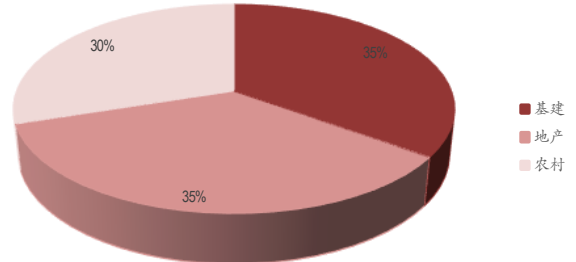
资料来源：数字水泥网，中国水泥网，中银证券

图表 15. 水泥成本结构拆分



资料来源：公司财报，数字水泥网，中国水泥网，中银证券

图表 16. 基建、地产、农村需求三足鼎立



资料来源：中国水泥网，中银证券

基建、房地产和农村是水泥的主要需求来源：其中基建占比约 30%-40%，房地产占比约 25%-35%，农村市场占比 30%左右。**基建托底作用支撑水泥需求：**2003 年至今，基建占固定资产投资都在 20%以上，在经济下行压力加大时都是逆周期调节的重要工具，对水泥需求形成有力支撑。2021 年 730 政治局会议上，基建托底作用被重提，要求各地合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初明年年初形成实体工作量，预计水泥需求也会有较大幅度增加。**地产平稳发展带动需求：**2016 年以来国家加大地产调控政策力度，目前国家要求“稳房价、稳地价、稳预期”，推动行业平稳健康发展，预计未来仍可支撑较为稳定的水泥需求。**农村扶贫工作带动水泥需求增加：**农村水泥需求巨大，新建农村房舍、乡村道路硬化、农田水利建设等都需要使用大量散装水泥。2013 年“精准扶贫”提出，要求到 2020 年解决区域性整体贫困，带动了水泥需求的提升。

图表 17. 水泥生产主要原料与燃料成本测算

| | 数量 | 单位 | 单价 | 单位 | 单耗(元/吨) |
|------------|-------|----|------|------|---------|
| 电力(扣除余热发电) | 70.0 | 度 | 0.5 | 元/度 | 35.0 |
| 煤炭 | 110.0 | 公斤 | 0.6 | 元/公斤 | 66.0 |
| 石灰石(自有矿) | 1.1 | 吨 | 30.1 | 元/吨 | 32.5 |
| 粘土与其他 | 0.4 | 吨 | 44.5 | 元/吨 | 15.7 |
| 合计 | | | | | 149.2 |

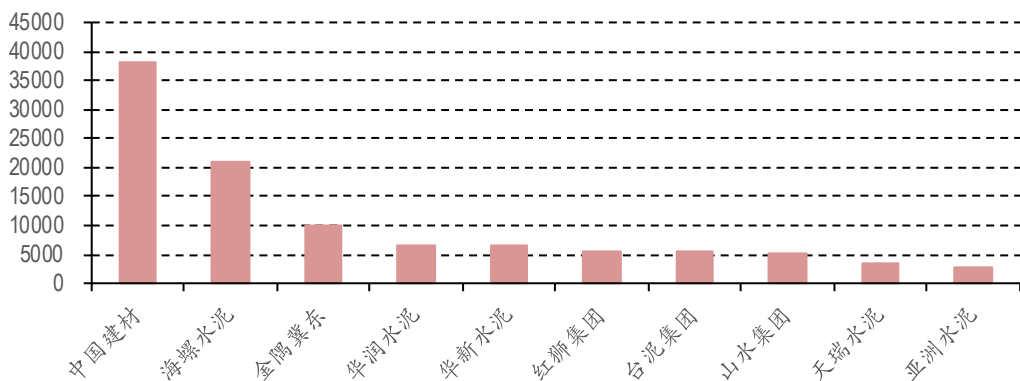
资料来源：公司财报，数字水泥网，中国水泥网，中银证券

电力煤炭是成本大头，煤价是决定因素，石灰石是主要材料。电力和煤炭是水泥成本大头，吨水泥生产需要 100 度电(其中约 30%余热发电提供)，110 公斤标煤，按照度电 0.5 元，吨煤 600 元计算，水泥吨燃料成本达到 100 元。实际上煤炭价格波动较大，且成本占比较高，是水泥生产成本中的决定因素。参考主要水泥企业财报和行业网站数据，水泥主要原材料是石灰石和粘土，以及适量的粉煤灰、矿渣、火山灰质等。其中石灰石是主要原材料，每吨水泥含 0.7-0.8 吨石灰石，考虑石灰石分解，实际吨水泥需求约 1.1 吨。粘土与其他材料约 0.4 吨。按照自有石灰石生产成本 30 元/吨，以及粘土 45 元/吨计算，普通硅酸盐水泥吨原料成本约为 48.2 元。人工和制造成本在水泥生产中占比相对较低，随着智能化产线逐步普及，人工成本有望进一步压缩；而制造成本占比较低也导致产线开停相对较为灵活的特点。

行业集中度较高，总体格局呈现“南强北弱”

中国建材、海螺水泥、金隅冀东为行业前三龙头，行业熟料产能集中度达到较高水平：2020 年全国熟料产能达到 18.3 亿吨，其中中国建材、海螺水泥、金隅冀东三大龙头产能分别为 3.8、2.1、1.0 亿吨，市占率分别为 20.9%、11.5%、5.5%。前十名还包括华润、华新、红狮、台泥、山水、天瑞、亚洲水泥，熟料产能 CR3 为 37.9%，CR10 达 57.3%，经过近年来一系列的供给侧改革和并购整合，行业熟料产能集中度达到较高水平。分区域看，华东和中南传统经济发达地区占比分别为 26.3%和 24.5%，占比最高。北方产能占比较小，但产能集中度相对较高，东北熟料产能 CR5 达到 70%。

图表 18. 水泥行业熟料产能规模排名(单位:万吨)



资料来源: 中国水泥网, 中银证券

北方需求较弱, 错峰执行严格, 东北冲击华东: 华北: 华北熟料总产能 2.3 亿吨, CR5 为 46.8%, 主要玩家为冀东、金隅、中联、山水、蒙西, 其中冀东是绝对龙头。华北区域内一度竞争激烈导致区域内价格低迷。近年来实行严格错峰限产, 蒙西效仿新疆实行电石渣熟料置换, 供给侧改革取得一定成效。雄安新区建设将一定程度带来区域内需求增量。**东北:** 东北熟料产能 1.0 亿吨, CR5 为 67.9%, 远高于其他区域。北方水泥、亚泰、山水、天瑞、冀东是区域内主要玩家。东北自身需求较弱, 价格较低, 但可通过水路运至长三角, 近年对华东水泥市场造成了一定冲击。**西北:** 西北熟料总产能 2.1 亿吨, CR5 为 42.7%, 主要玩家包括天山、祁连山、尧柏、海螺、青松建化。西北地区基建薄弱, 城镇化率低, “一带一路”政策下未来基建需求提升空间较大。供给侧西北执行严格的错峰限产, 并针对电石渣水泥执行错峰置换缓解其冲击。

图表 19. 各区域内水泥龙头熟料产能情况(单位: 万吨)

| | 华北 | 东北 | 华东 | 华中 | 华南 | 西南 | 西北 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 1 | 冀东水泥 4,116.8 | 北方水泥 2,306.4 | 海螺水泥 9,579.0 | 华新水泥 3,208.5 | 华润水泥 4,795.7 | 西南水泥 8,633.5 | 天山水泥 2,163.8 |
| 2 | 金隅股份 2,892.3 | 亚泰集团 1,875.5 | 南方水泥 6,708.4 | 中联水泥 2,960.5 | 海螺水泥 3,503.0 | 海螺水泥 4,061.0 | 祁连山 1,968.5 |
| 3 | 中联水泥 1,469.4 | 山水水泥 1,038.5 | 中联水泥 4,826.7 | 天瑞水泥 2,278.5 | 台湾水泥 1,953.0 | 华新水泥 2,371.5 | 尧柏水泥 1,918.9 |
| 4 | 山水水泥 1,370.2 | 天瑞水泥 951.7 | 山水水泥 2,495.5 | 南方水泥 2,207.2 | 塔牌集团 1,162.5 | 红狮控股 1,953.0 | 海螺水泥 1,627.5 |
| 5 | 蒙西水泥 852.5 | 冀东水泥 812.2 | 红狮控股 2,402.5 | 海螺水泥 2,092.5 | 华盛天涯水泥 914.5 | 台湾水泥 1,776.3 | 青松建化 1,388.8 |
| 6 | 曲寨集团 806.0 | 大鹰水泥 806.0 | 万年青 1,421.4 | 葛洲坝 1,670.9 | 鱼峰集团 806.6 | 云南水泥 1,038.5 | 冀东水泥 1,193.5 |
| 7 | 华润水泥 465.0 | 银盛水泥 279.0 | 金峰水泥 1,317.5 | 湖波水泥 620.0 | 中材水泥 620.0 | 峨胜水泥 917.6 | 宁夏建材 1,178.0 |
| 8 | 宁夏建材 449.5 | 大伙房水泥 232.5 | 泉兴能源集团 930.0 | 泰隆建材 548.7 | 中材水泥 620.0 | 东方希望 852.5 | 声威建材 728.5 |

资料来源: 中国水泥网, 中银证券

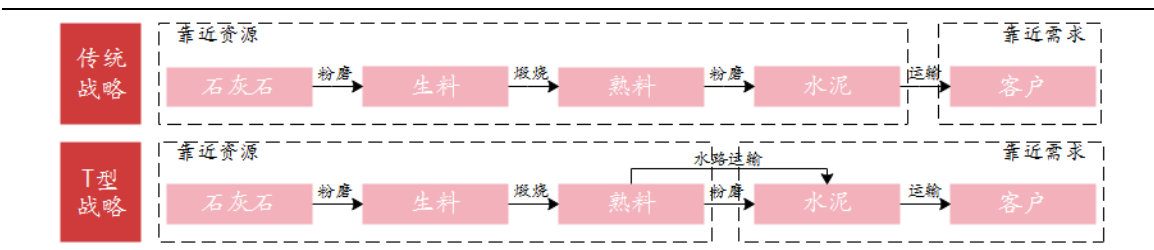
南方需求旺盛，安徽省占据天时地利，大湾区和西南基建拉动需求：华东：华东经济发达，城镇化水平高，人口密集，水泥需求旺盛，目前 CR5 为 54.1%，主要包括海螺、南方、中联、山水、红狮等企业。安徽省石灰石矿产资源丰富，紧靠长江运输条件便利，承接江浙沪水泥需求，适宜水泥企业发展。孕育了海螺水泥这样的行业龙头。**中南：**华中和华南熟料产能分别为 2.4 和 2.0 亿吨，CR5 分别为 52.3% 和 60.3%。华中的龙头为华新和天瑞，华南的龙头为华润和海螺。近年来两广地区水泥景气度高，广东珠三角大湾区建设支撑区域需求；广西有较多产能置换，熟料产能有所提升，通过西江水运供应广东。**西南：**西南熟料总产能 3.6 亿吨，CR5 达 52.3%，主要玩家包括西南水泥、海螺、华新、台湾水泥、红狮等。其中西南水泥是川渝龙头，熟料占比分别为 18.9% 和 32.5%。云南近年基建投资增速全国靠前，有力支撑水泥需求。但省内多山地，运输成本高，难以形成区域间联动，以小区域市场为主。西南区域内云贵近年新增产能相对较多，对价格形成一定冲击。

物流运输、成本管控、矿山资源、区域格局都是重要的竞争优势

资源布局与物流运输，克服水泥行业区域性：企业布局对于公司竞争力有至关重要的作用。海螺水泥立足安徽具备占据资源、运输、需求三大优势。公司采取“T”型战略，在长江沿岸石灰石资源集聚地兴建大型熟料基地，在资源稀缺但水泥市场较大的沿海地区低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站，就地生产水泥，直接销往需求旺盛的东部市场，形成“熟料基地—长江—粉磨站”模式，有效降低了成本，相比同行优势明显。

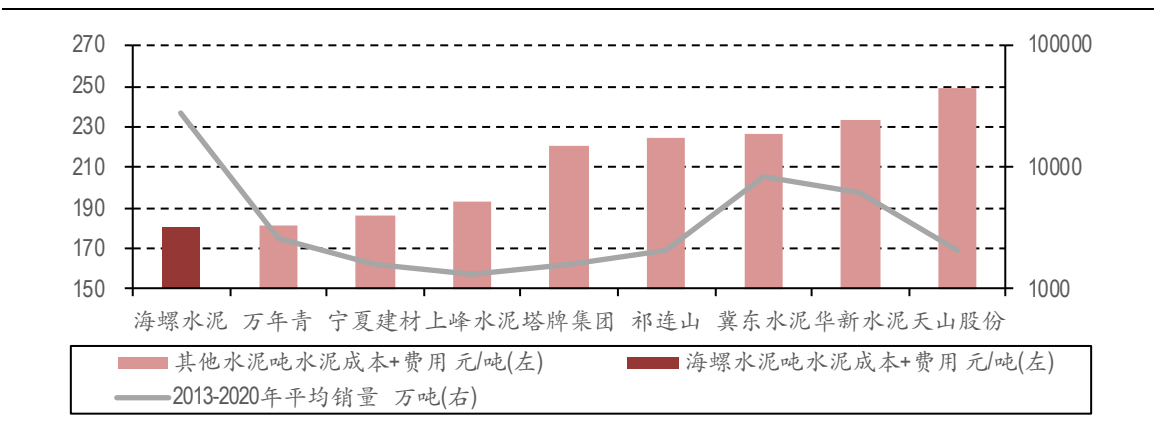
水泥产品同质化，规模优势与成本控制重要性凸显：水泥是高度同质化的产品，不同企业生产的水泥并无明显差别，行业也进入了成熟发展的阶段。成本管控能力成为凸显公司竞争力的重要体现。尽管制造费用在成本中占比不大，但规模优势仍有一定体现。海螺水泥“T”型战略以及规模优势充分体现，2013-2020 年吨成本+费用仅为 180.8 元，远低于对手。

图表 20. 企业布局：传统战略和 T 型战略对比



资料来源：中国水泥网，中银证券

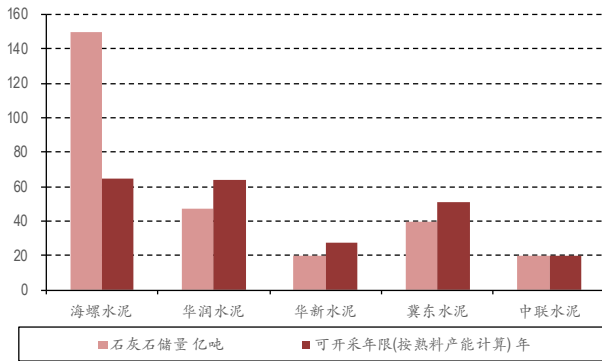
图表 21. 2013-2020 年，海螺销售规模最大，吨成本+费用最低



资料来源：公司财报，中银证券

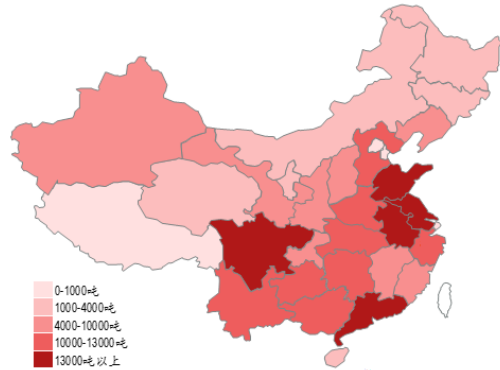
企业自有矿山是控制成本重要因素，矿山价值重估有望提升企业价值：环保治理政策下，石灰石开采难度进一步加大，市场供应有所减少，石灰石价格明显提升，从原先的 60-70 元/吨提升至当前的 160 元/吨左右，如果不自有矿山直接生产熟料几乎没有盈利空间。企业自有矿山成为控制成本至关重要的因素。自有矿山的企业目前吨生产成本约为 30 元，相比外购节约成本超过 90 元。而且随着石灰石价格提升，矿山价值迎来重估，企业自身价值也有所提升。

图表 22. 水泥龙头石灰石矿山储量充裕



资料来源：公司公告，中国水泥网，中银证券

图表 23. 长三角和珠三角是传统水泥需求集中地



资料来源：同花顺iFind，中国水泥网，中银证券

区域内需求与景气度，有利于提升企业盈利能力：水泥区域性明显，区域内市场需求情况对企业盈利能力有至关重要的影响。目前长三角和珠三角经济发达，人口密集，依然是水泥行业最大的两个需求来源，区域内水泥价格常年保持高位。相比之下，长三角和珠三角的代表企业如海螺水泥、上峰水泥、塔牌集团、华润水泥的吨盈利指标明显优于其他水泥龙头。

分析框架：基于供需格局展开，边际思维与区域思维并重

行业历经四个周期三个阶段，总体稳步向上

水泥指数经历四轮周期，整体表现稳步向上：2003年以来，水泥指数经历了四轮周期，第一轮周期的顶点出现在2007年大牛市，第二轮周期顶点出现在2011年地产需求高峰期，第三轮周期顶点出现在2015年牛市，第四轮周期订单出现在2019年底2020年初水泥行业景气度高峰期。回溯四轮周期，可以发现第一、三个周期顶点是市场波动带来的。我们在水泥指数中剔除掉大盘估值因子，可以发现水泥指数多数时间段也呈现出稳步向上的态势。

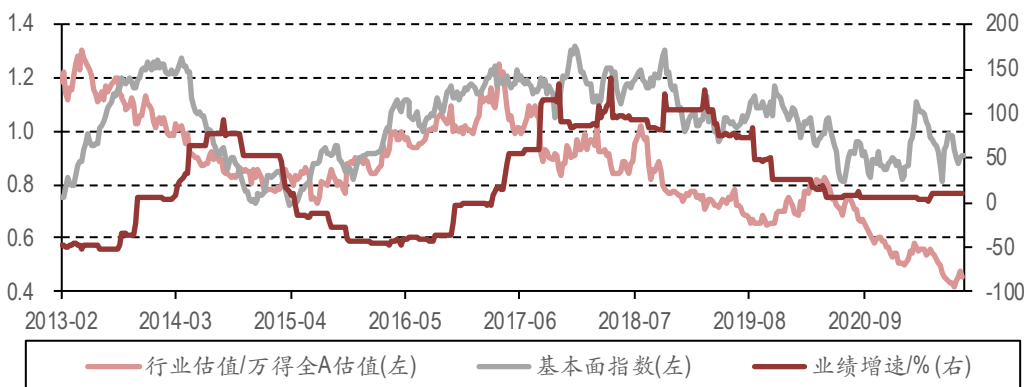
图表 24. 2003 年以来水泥指数经历四轮周期



资料来源：万得，中银证券

行业估值以及与行业基本面景气度高度同比，上市公司业绩增速滞后于前两者：我们对比水泥行业估值溢价(水泥行业市盈率/全商场平均市盈率)，水泥板块上市公司利润增速，行业基本面指数(综合考虑了开工率、库存比、价格、成本的衡量行业景气度的指数)，可以发现行业估值溢价与基本面指数高度同步，而上市公司业绩增速略滞后于前两者。我们认为水泥行业数据相对透明公开，市场可以及时获取行业动态，因此行业估值溢价可以准确反应当前行业景气度水平。而上市公司利润增速更多是一个后验指标，用于验证上市公司个体表现是否达到前期市场预期水平。

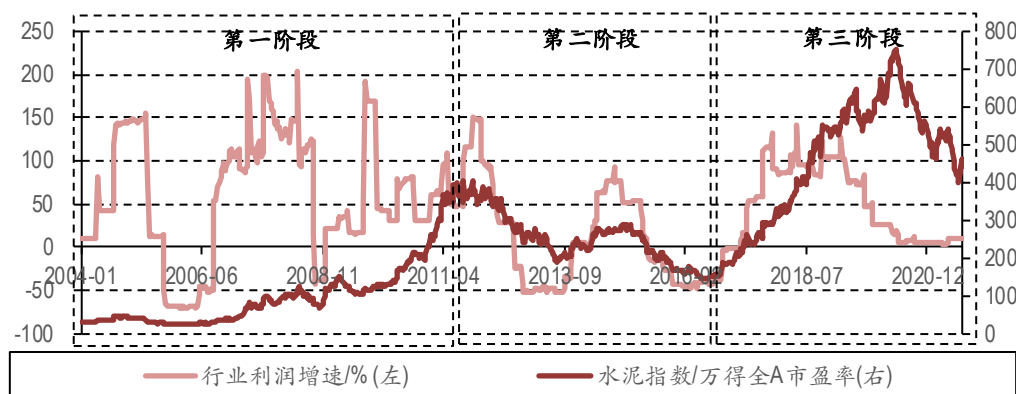
图表 25. 行业估值与基本面高度同比，上市公司业绩表现有所滞后



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

水泥行业基本面表现可以划分为三个阶段：回溯2003年以来水泥行业表现，我们认为水泥行业发展基本可以分为三个阶段：2008年以前，水泥行业在基建地产双发力的环境下持续高速增长。2008-2015年，国家对基建和地产政策调控开始出现一定的周期性，行业增速开始放缓(2008-2011年四万亿刺激下水泥行业加速增长，指数表现上延续了2008年前高速增长的态势)。2015年以后，行业供给侧改革逐步推进，行业格局优化，盈利能力大幅提升。

图表 26. 水泥行业发展可以大致分为三个阶段

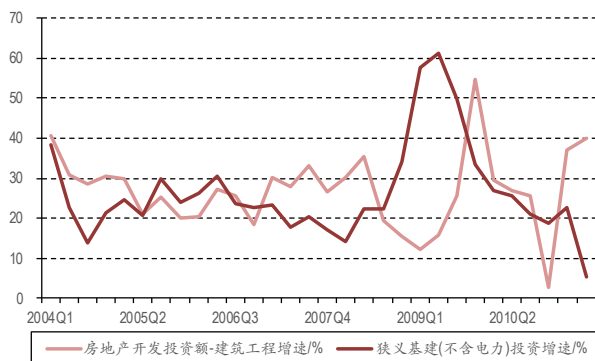


资料来源：万得，中银证券

第一阶段：基建地产双发力，需求是关键变量

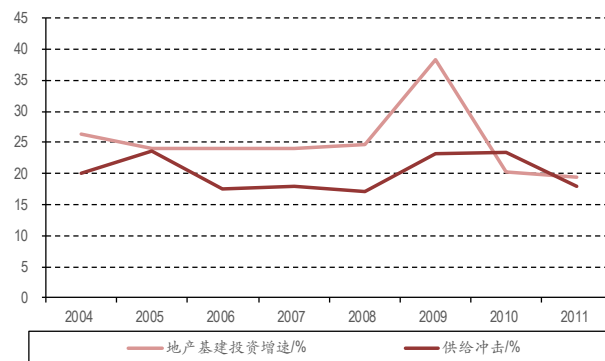
基建与地产双发力，我国水泥产量快速增长：1998年东南亚金融危机以来，国家为提振经济开启一系列经济刺激政策，在基建方面发行一系列特别国债支持建设，地产方面成立公积金、土地招拍挂、个人按揭贷款等一系列制度完善并发展房地产市场。伴随着我国出口高速增长，我国经济迎来了高速发展的10年。这期间我国水泥产量由1998年的5.4亿吨提升至2008年的14.2亿吨，CAGR达到10.3%。

图表 27. 第一阶段地产基建需求高速增长



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 28. 第一阶段总体供不应求



资料来源：国家统计局，数字水泥网，中银证券

图表 29. 第一阶段地产基建调控政策以鼓励刺激为主

时间 基建相关政策

| | |
|---------|--|
| 1998-09 | 向四大国有商业银行定向发行 1000 亿元、年利率 5.5%、期限 10 年的附息国债，专项用于基础设施投入 |
| 1999-07 | 对从事能源、交通、港口建设项目的 外商投资企业，按 15% 的优惠税率征收企业所得税 |
| 2001-03 | 发行 1000 亿元基础设施建设国债，其中列入中央预算 600 亿，400 亿转贷地方。增发 500 亿元特种国债以支持西部大开发 |
| 2007-03 | 发行长期建设国债 500 亿元。加强农村基础设施建设。集中力量用两到三年基本完成全国大中型和重点小型病险水库改造。 |
| 2008-11 | 国常会确定扩内需、促增长十项措施，启动 4 万亿财政扩张，将 2009 年预算赤字规模定为 9500 亿，是 2008 年的 5 倍多。 |

发布时间 发布机构 地产相关政策

| | | |
|---------|-------|---|
| 1998-07 | 国务院 | 停止住房实物分配，逐步实行货币化分配，建立和完善住房供应体系，发展住房金融，培育和规范交易市场 |
| 1999-09 | 央行 | 个人住房贷款最长期限由 20 年延长到 30 年 |
| 2002-07 | 国土资源部 | 规定商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以招标、拍卖或者挂牌方式进行出让 |
| 2003-08 | 国务院 | 房地产为国民经济支柱产业，应完善住房供应政策，增加普通商品住房供应，加强经济适用房建设和管理等 |
| 2008-10 | 财政部 | 居民购房贷款利率下限扩大为基准利率 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%，下调公积金贷款利率 |
| 2008-12 | 国务院 | 加大保障性住房建设力度，进一步鼓励普通商品住房消费，支持房地产开发融资需求，取消城市房地产税 |

资料来源：国务院、中国人民银行、财政部、国土资源部，中银证券

第一阶段中行业分析应更注重需求的变化：在1998年-2008年，伴随着我国经济快速发展，水泥行业面临的问题更多是供应不足，新增产能肯定会被消化。行业景气度分析的关键变量是需求，下游需求的增长决定了当年行业整体的盈利水平。

第二阶段：政策调控周期初现，供给是关键变量

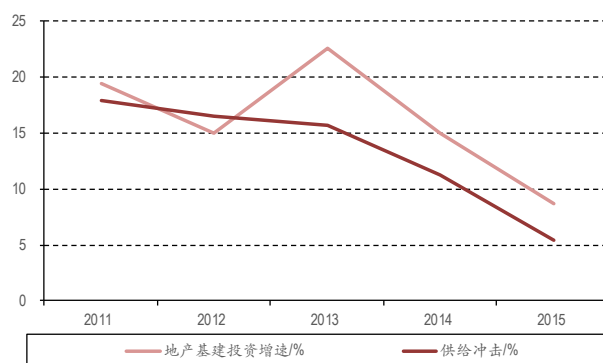
地产基建政策调控周期性凸显，水泥产量增速中枢下滑：伴随着2008年国际金融危机，我国开启大规模基建刺激并在随后2011年逐步收紧银根，国家政策调控周期性开始逐步体现。房地产方面政策调控力度逐步加大，也体现出一定的周期性。同时，金融危机后海外需求萎缩，我国经济增长中枢开始逐步下行。这期间我国水泥产量从13.8亿吨增长至21.8亿吨，CAGR为6.7%。

图表 30. 第二阶段下游需求中枢下滑



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 31. 第二阶段供需中枢开始下行



资料来源：国家统计局，数字水泥网，中银证券

图表 32. 第二阶段调控政策周期性初现

| 时间 | 基建相关政策 | |
|---------|--|--|
| 2009-03 | 2009年中央政府公共投资安排9,080亿，增加4,875亿。用于“三农”支出和民生支出安排分别达到7,161.4亿和7,284.6亿。 | |
| 2012-12 | 深入实施区域发展总体战略，加快推进集中连片特殊困难地区发展，发展海洋经济。 | |
| 2013-12 | 走新型城镇化道路，出台实施国家新型城镇化规划，增强欠发达地区发展能力，扎实推进海洋强国建设。 | |
| 2015-03 | 继续以制度创新为核心，贯彻“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等国家战略。 | |
| 2015-11 | 加强贫困地区基础设施建设，加快破除发展瓶颈制约，重点支持革命老区、民族地区、边疆地区、连片特困地区脱贫攻坚。 | |
| 发布时间 | 发布机构 | 地产相关政策 |
| 2010-04 | 国务院 | 首套90平以上首付不低于30%，二套不低于50%且利率不低于1.1倍基准利率；部分地区暂停发三套贷款 |
| 2011-03 | 发改委 | 实行商品房销售一房一价规定，商品房销售明码标价后可自行降价，但涨价必须重新申报 |
| 2014-09 | 央行、银监会 | 首套最低首付30%，利率下限为0.7倍基准利率；对拥有1套住房并已结清贷款，二套房可按首套政策执行 |
| 2015-09 | 住建、财政部 | 对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，公积金贷款购买二套住房最低首付款比例由30%降为20% |

资料来源：国务院、发改委、中国人民银行、原银监会、住建部、财政部，中银证券

第二阶段中行业分析应更注重供给的变化：2009-2015年这7年之间水泥行业供需分析更多应该注意的是供给冲击。国际金融危机后，我国经济增速中枢逐步下行，基建与地产政策调控周期性越发明显，同时大规模的刺激也导致了供给侧批量的上产能。原先供给不足的情况不复存在，新增产能对区域内格局造成的供给冲击不容忽视。

第三阶段：供给侧改革促进行业变革，边际思维凸显

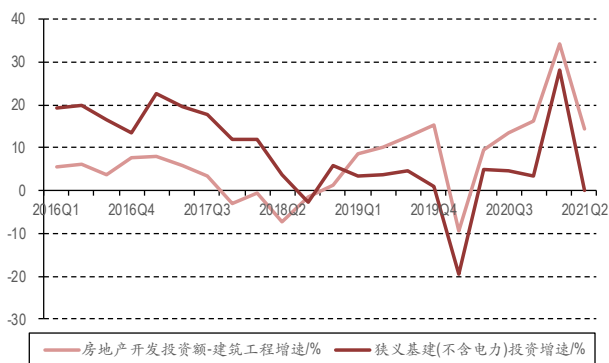
水泥行业供给侧改革推进，基建政策调控趋于精准，地产政策调控趋于严格：伴随着2015年底提出的“三去一降一补”，水泥行业供给侧改革也在全国范围内陆续开展。各区域实行错峰停窑，减量置换以及行政化限产，本质上通过降低各企业产能利用率，减少供给水平来缓解产能过剩的现状，改善行业竞争格局。下游需求端，政策调控更趋于精准。基建刺激由原先的大开大合大刺激变为逆周期调控更注重经济托底，地产监管进一步趋严，行业周期性弱化。2015-2020年，全国水泥产量从21.8亿吨提升为22.2亿吨，CAGR为0.4%，行业规模进入平台期。但随着供给侧改革推进，行业格局迎来明显改善，企业盈利能力明显提升，2015-2020年，归上水泥企业利润从329.7亿元增长至1,833亿元，CAGR高达40.9%！

图表 33. 第三阶段地产调控更加严格，基建调控更加精准

| 时间 | 基建相关政策 | |
|---------|--|---|
| 2016-07 | 落实减税降费措施，保证公共支出能力和力度，发挥财政资金效应，引导社会资金投向实体经济和基础设施建设薄弱领域。 | |
| 2018-07 | 国务院力挺在建项目融资，加快1.35万亿元地方专项债发行 | |
| 2019-06 | 地方政府专项债可作为资本金投入重大基础设施建设项目中 | |
| 2020-03 | 积极的财政政策要积极有为，稳健的货币政策灵活适度，适当提高赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。 | |
| 2021-04 | 积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用 | |
| 发布时间 | 发布机构 | 地产相关政策 |
| 2016-04 | 财政、住建部 | 多渠道筹集资金，推进棚改货币化安置，切实化解库存商品房住房，推进政府购买棚户区改造服务等 |
| 2016-06 | 国务院 | 发展住房租赁企业，鼓励房企开展住房租赁业务，规范租赁中介机构，鼓励住房租赁消费等 |
| 2017-04 | 银监会 | 将房企贷款、个人按揭、房抵贷等涉房信贷纳入监测范围，定期开展房地产压力测试 |
| 2017-11 | 住建部、央行 | 严禁“首付贷”，强化个人消费贷、经营贷、信用卡透支等业务额度和资金流向管理，严禁资金挪用于购房 |
| 2020-01 | 央行 | 央行首次在工作会议中提出“加快建立房地产金融长效机制” |
| 2021-03 | 国务院 | 坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，解决好大城市住房问题。新开工旧改小区5.3万个 |

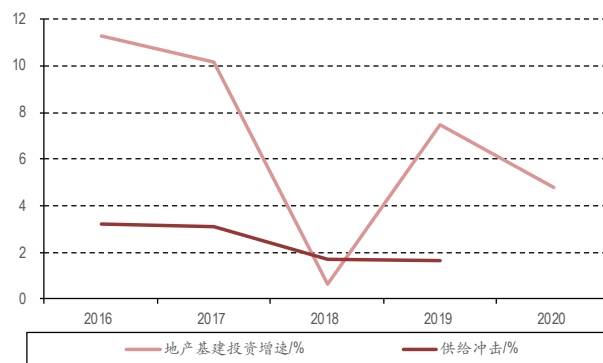
资料来源：国务院、中国人民银行、原银监会、财政部、住建部，中银证券

图表 34. 第三阶段需求增速低且平稳



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 35. 第三阶段供给冲击明显下降



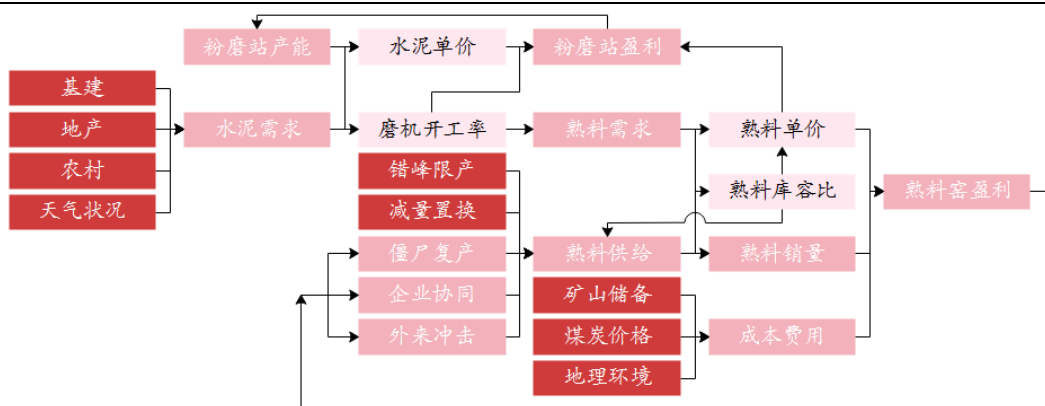
资料来源：国家统计局，数字水泥网，中银证券

第三阶段中行业分析应更注重编辑思维以及企业协同等：随着水泥行业开启供给侧改革，行业格局与逻辑发生了深刻的变化，下游需求端调控趋于严格与精准，2015年以后，水泥行业内供给端和需求端的变动幅度相比以前明显减小，供需规模趋于常态化。因此对于行业影响更大的是行业内边际的变化，比如各个区域内错峰停窑力度执行情况，停产天数的变化等。对于行业分析，应更注重边际思维，更注重企业协同。

基于供需格局展开，边际思维与区域思维并重

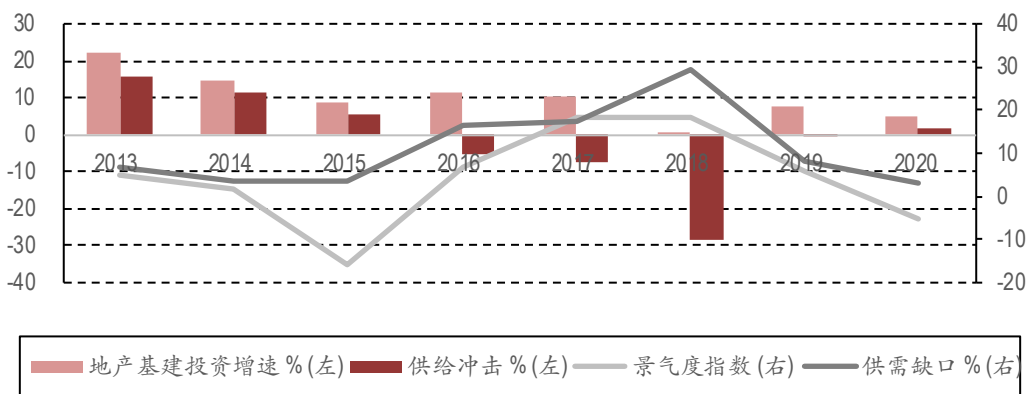
水泥基本面分析依然围绕供需大框架展开，需求端主要跟踪地产、基建相关数据，供给端跟踪错峰限产、产能投放情况：类似于其他周期类建材，水泥基本面的分析框架依然基于供需而展开。其中需求主要的影响因素是基建投资、地产开发和农村建设三大需求，在政策的影响下，水泥需求具有一定周期性。供给端主要影响因素是政策性的错峰限产、减量置换、以及行业内部协同、产能关停、外来熟料冲击等因素。政策型的错峰限产以及减量置换也导致了水泥行业的供给具有一定的周期性。具体到数据跟踪上，我们认为需求端主要跟踪交运和市政投资以及地产新开工，因为交运和市政投资是基建投资中水泥用量比较大的细分领域；而地产新开工是因为地产项目开工后，主要的水泥都用于前期的地下室浇筑，因此地产新开工对短期内水泥需求用量影响巨大。供给侧跟踪政策调控，包括各地区错峰停窑天数，行政限产，各地区新投以及产能置换情况，供给侧较难形成连续的量化指标跟踪，宜比较不同时间点的边际变化情况。

图表 36. 水泥基本面分析依然基于供需大框架展开(深色为外生变量，浅色为可观测指标)



资料来源：中银证券

图表 37. 行业供需缺口与整体景气度水平基本吻合



资料来源：国家统计局，数字水泥网，卓创资讯，中银证券

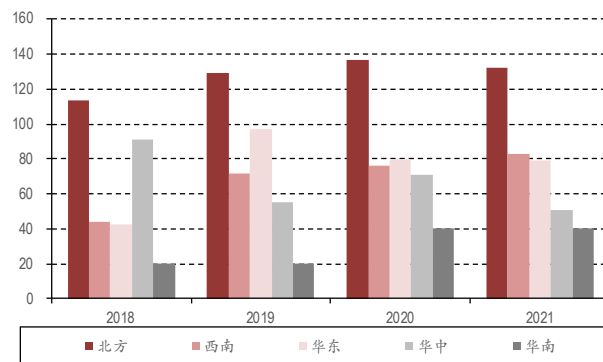
短期思维下库容比是供需的反应：短期思维下，与基于供需的大框架，我们认为对于水泥短期分析应该关注熟料库容比指标。水泥粉末不宜保存，没有库存；但是熟料保存时间相对较长，熟料库容比代表熟料厂家存货占仓库容量比重。熟料产能代表上游的供应水平，磨机开工率或者水泥产量代表下游需求水平，表现基本和地产新开工同步，因此熟料库容比是上下游供需短期内均衡的体现。我们对比水泥价格和熟料库容比相比年内均值的偏离情况，可以发现二者同步程度较高，因此短期内，熟料库容比对水泥产品价格有较大影响。

图表 38. 水泥需求主要跟踪基建投资与地产新开工



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 39. 近年来不同区域停产天数变化以跟踪供给



资料来源：数字水泥网，卓创资讯，中银证券

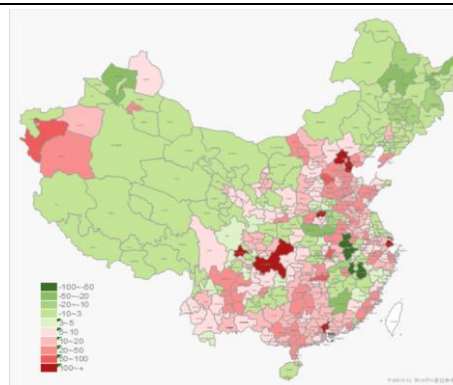
长期思维下供给侧改革以及人口迁徙是供需双方需重点考虑的对象：长期思维下，目前水泥局部地区产能过剩依然是不变的命题。行业供给侧改革推进以及双碳目标降低碳排放依然是未来行业格局整合的关键因素。而未来人口迁徙也代表中长期各区域的需求情况。近年来，我国人口持续向华东、东南沿海等经济发达地区迁入，也代表着未来华东、华南等区域景气度或将持续高于全国其他地区。

图表 40. 短期价格变动和库容变动相关



资料来源：公司公告，中国水泥网，中银证券

图表 41. 我国 2011 年以来人口主要向经济发达地区迁徙



资料来源：国家统计局，中银证券

水泥区域性下，应更注重龙头区域协同以及博弈模型：水泥行业货值低运费贵，同时不储存不存在期货或者渠道商扰乱价格，所以水泥具有较强的区域性。对于供需、库存等指标的分析应当限定在一定的区域内。水泥行业随着供给侧改革推进，各区域集中度都有所提升，寡头竞争模型初现。经过分析，我们认为在区域**市场参与者较多**的情况下，**理论上应该是成本加成法定价**，企业没有超额收益。随着区域集中度提升，寡头存在区域协同的可能，2015 年以来供给侧改革带给水泥最大的利好就是区域内集中度提升，寡头区域协同基础增加，伴随着 2017-2019 年地产新开工需求持续高增，水泥行业**需求刚性供给弹性**，**区域龙头将协同发挥到极致**。而 2020 年下半年，下游需求边际收缩，**企业协同收益矩阵发生变化，协同基础减小，区域龙头陷入囚徒困境**，价格出现超预期下行。

图表 42. 下游需求改变了寡头的收益矩阵，协同基础也出现变化

| | A 的行为 | | B 的行为 | |
|--------|-------|------|-------|-----|
| | 合作 | 不合作 | 合作 | 不合作 |
| 下游需求上行 | 合作 | 大幅盈利 | 大幅盈利 | 盈利 |
| | 不合作 | 亏损 | 盈利 | 亏损 |
| 下游需求下行 | 合作 | 平衡 | 平衡 | 盈利 |
| | 不合作 | 亏损 | 盈利 | 亏损 |

资料来源：中银证券

水泥行业应更注重边际思维，思考“好上加好”的问题：水泥行业相比其他上游大宗品有一个特征，就是分析过程中边际思想更为重要。主要原因是水泥行业已经经历了相比其他行业较为成功的供给侧改革，因此其他行业面临供给侧改革时，带有一定总量思维的逻辑，思考的是“有和无”的问题。水泥行业经历了成功的供给侧改革，行业景气度已经达到了一个较高的平台，更多应该思考的是“好上加好”或者“当前是否比历史上好”的问题。

行业景气度有望迎来回升

行业基本面面临严峻考验

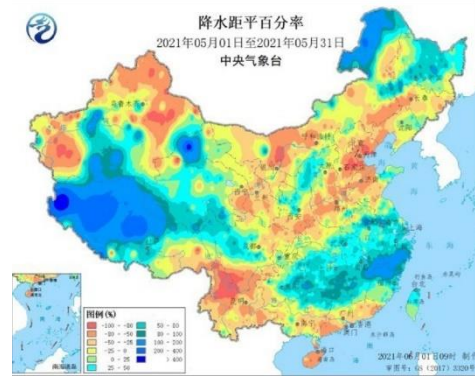
2020年以来行业基本面遭遇连续打击：2020年以来，水泥行业基本面表现持续下行。首先是2020年初疫情，行业销量下滑；经过2020年3-4月份短暂修复后，长江中下游超长雨季对行业需求形成较大打击，水泥价格持续下滑；2020年三季度经济复苏，基建托底力度放缓，水泥价格上涨不及预期；2021年上半年随着地产集中供地以及其他政策调控，新开工增速下行，再次对行业基本面形成打击。伴随着行业基本面连续的外生因素打击，水泥行业景气度持续下行，业绩增速也达到低点。

图表 43.行业景气度和业绩增速下行



资料来源：卓创资讯，中银证券

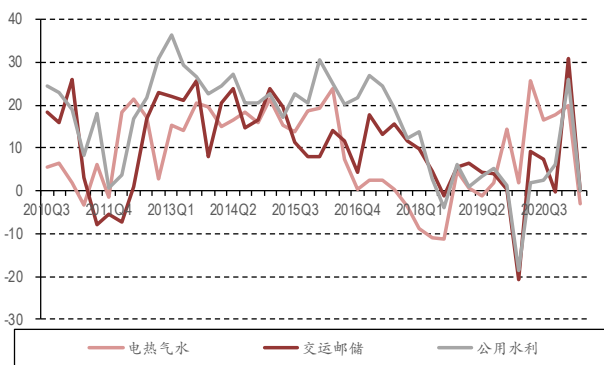
图表 44. 2021年5月份降雨仍高于历史平均



资料来源：中央气象台，中银证券

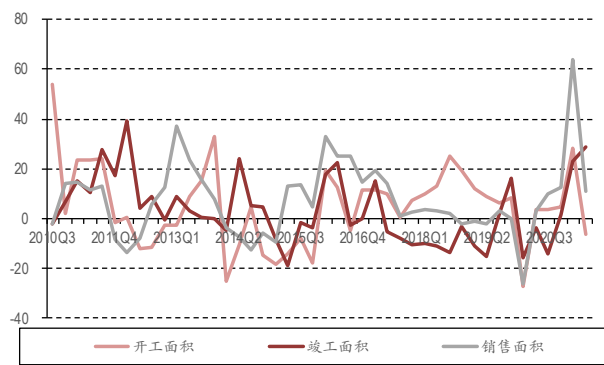
上半年基建和地产需求均有明显下滑：2021年上半年，基建与地产开工这两项水泥最大的需求来源增速均下行。基建中的交运邮储和公用水利(市政为主)是基建水泥需求最大的来源，地产中新开工增速是地产水泥主要需求来源。基建中交运邮储和公用水利二季度分别投资2.0和2.6万亿，同比分别增长0.1%和0.0%；地产新开工6.5亿平，同减6.1%。

图表 45.2021Q2 基建投资增速回落



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 46. 房地产开工、竣工、销售面积情况



资料来源：国家统计局，中银证券

多因素作用下，2021年二季度水泥行业基本面面临最严峻考验：2021年二季度，水泥行业基本面遭遇了最严重的考验。首先是基建需求，基于控制政府杠杆率的出发点以及上半年经济数据表现想好，基建托底作用再次被弱化。其次是地产需求，在集中供地，三条红线以及限制拿地等政策作用下，地产开工需求增速下滑，二季度开工增速为负。第三是供给端，随着需求下行，价格松动，行业协同已无法维持价格，部分地区水泥跨区域流动导致价格加速下滑，对利润造成冲击。第四是成本端，煤炭价格加速上行推升企业制造成本，平均吨成本提升10-15元不等。

行业供给有望收紧，需求有望改善

《水泥玻璃行业产能置换实施办法》提升水泥产能置换标准，堵上了跨省置换和僵尸产能置换的漏洞：工信部近日发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，相比 2018 年版本，主要有几点区别：1. 跨省置换比例提升为 2:1；2. 大气污染防治区与普通地区置换比例分别由 1.5:1 和 1.25:1 提升为 2:1 和 1.5:1；3. 白色硅酸盐项目产能指标可减半，石膏代替石灰石超过 70% 的项目可以等量置换，4. 僵尸产能以及错峰生产执行不到位的不可以置换。总体来看，新政策堵上了原先跨省置换和僵尸产能置换的漏洞，并且提升了置换比例，对未来水泥供给侧增长形成了较好的约束。

图表 47. 两版《水泥玻璃产能置换实施办法》比较

| | 2021《水泥玻璃行业产能置换实施办法》 | 2018《水泥玻璃行业产能置换实施办法》 |
|---------------------------------------|---|---|
| 继续严控新建产能 | 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料。确有必要新建的，必须制定产能置换方案 | 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料。确有必要新建的，必须制定产能置换方案 |
| 置换标准：由 1.5:1 与 1.25:1 上调至 2:1 与 1.5:1 | 大气污染防治重点区、跨省置换，置换比例不低于 2:1；其他不低于 1.5:1。 | 环境敏感区置换比例为 1.5:1；其他为 1.25:1； 西藏执行等量置换。 |
| 政策鼓励：白色硅酸盐水泥熟料指标减半；鼓励固废综合利用 | 1. 新建白色硅酸盐水泥熟料产能指标可减半，但不能再置换。 2. 石膏生产水泥且替代石灰石原料 70% 以上的，可在省内产能总量不增加条件下，统筹调节全省产能指标， 实施等量置换。 | |
| 禁止僵尸产能等置换 | 1. 已超过国家明令淘汰期限的落后产能 2. 已享受产能退出补贴的生产线 3. 无水泥产品生产许可证/排污证或过期 4. 违反错峰生产规定被约谈后拒不改正 5. 2013 年以来，连续停产两年及以上 | 1. 已超过国家明令淘汰期限的落后产能 2. 已享受产能退出补贴的生产线 3. 无水泥产品生产许可证/排污证或过期 4. 已经置换过的产能 5. 用于建设项目置换的产能，应当为 2018 年元旦后在省工信厅网上公告关停退出的产能。 |

资料来源：工信部，中银证券

基建托底作为重要政策工具有望重提，水泥行业需求有望得到边际改善：梳理最近几次政治局会议以及其他政策文件对基建和财政政策相关的表述，我们认为目前财政政策已经进入了精准调控的时代。政府以及市场对经济景气水平的把握和感知水平有提升，政府调控能力也有提升。当前来看，下半年经济增速有一定的下行压力，随着海外新冠变异病毒蔓延，疫情有重新抬头的趋势。如果下半年出口需求下滑，那么在当前消费活力下行以及“房住不炒”的大环境下，基建托底作为政策工具箱中的重要调控手段，近期将被重提。随着基建需求回升，水泥行业需求有望得到边际改善。

图表 48. 最近几次政治局会议对财政政策和基建相关表述

| | 2021-07-30 | 2021-04-30 | 2020-12-11 | 2020-07-30 |
|------|---|--|-------------|---|
| 财政政策 | 积极的财政政策要提升政策效能， 合理把握预算内投资和地方债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量 | 积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济机构的推动作用 | | 财政政策要更加积极有为，注重实效；保障重大项目建设资金，注重质量和效益 |
| 内需 | 要把握国内市场潜力 | 要促进国内需求加快恢复 | 要扭住供给侧结构性改革 | 要着眼长远， 积极扩大有效投资，鼓励社会资本参与。加快新型基础设施建设，以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展 |

资料来源：政治局会议，中银证券

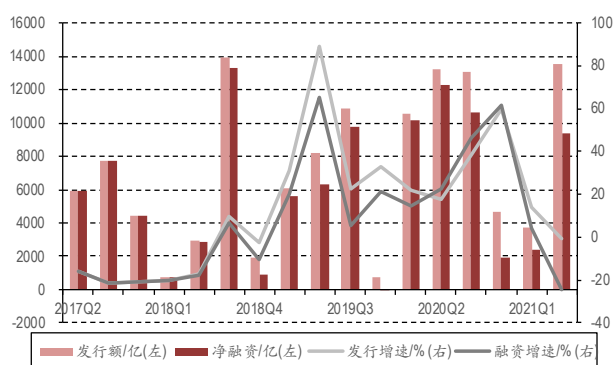
图表 49. 近期其他政策文件对财政政策的表述

| 内容摘要 | |
|------------|---|
| 2021-03-05 | 2021 年财政收支形势十分严峻，预算平衡难度进一步加大，债务等重点领域风险不容忽视，必须切实增加财政可持续性 |
| 2021-03-31 | 引导地方利用财政收入恢复性增长，合理降低政府杠杆率，防止盲目铺新摊子，增加财政可持续性 |
| 2021-04-13 | 不折不扣落实过紧日子要求，厉行节约办一切事业，建立节约型财政保障机制，精打细算，严控一般性支出 |
| 2021-07-30 | 下半年财政部门将继续执行把握新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，推动高质量发展的要求，统筹疫情防控和经济社会发展，保持财政政策连续性稳定性和持续性，助力巩固经济稳中向好的态势 |
| 2021-07-31 | 积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量 |

资料来源：中国政府网，中银证券

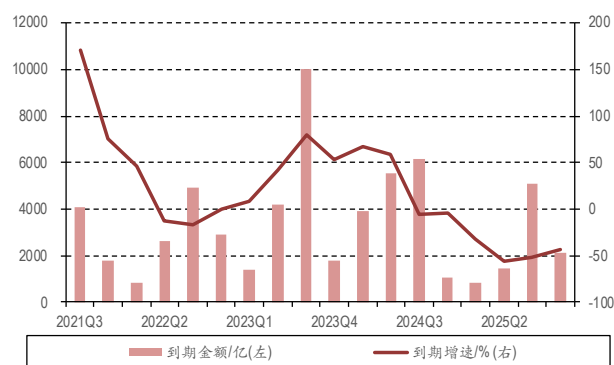
上半年专项债发行放缓债务压力有所减小，为基建投资提供一定空间：上半年随着政府去杠杆的落实，专项债发行速度明显放缓，从已发行的债券来看，未来两三年专项债到期金额也呈现逐步放缓的态势。预示着上半年的政策调控为接下来提升基建投资提供了一定的空间。

图表 50. 专项债发行节奏放缓



资料来源：万得，中银证券

图表 51. 未来专项债到期金额保持平稳



资料来源：万得，中银证券

水泥行业总体景气度有望迎来改善：总体看，我们认为供给端随着《水泥玻璃产能置换实施办法》的推进行业供给有望进一步收缩，而且随着行业需求回归正常，区域协同执行力度有望得到恢复。需求端随着基建投资重提，行业需求有望得到边际改善，而且三四季度为施工旺季，行业需求也将迎来季节性回暖。水泥行业总体景气度有望迎来改善。

重点推荐

海螺水泥

推荐理由：公司是世界领先的水泥企业，股权结构合理。公司通过 T 型战略建立明显成本优势，把握需求最好的长三角市场，盈利能力领先同行。通过海中贸易平台应对海外熟料冲击。未来公司将逐步发展骨料和海外业务。首次覆盖给予**买入**评级。

业绩预测：预计 2021-2023 年收入分别为 1,948.3、2,033.2、2,142.9 亿元，归母净利分别为 347.1、367.0、391.1 亿元；EPS 分别为 6.55、6.93、7.38 元。

冀东水泥

推荐理由：公司是华北水泥龙头，历时五年重组逐步进入尾声，公司区域龙头地位进一步巩固。随着“京津冀协同发展”以及雄安新区建设逐步进入高峰，公司作为区域龙头将充分受益。首次覆盖给予**买入**评级

业绩预测：预计 2021-2023 年收入分别为 393.0、418.6、440.0 亿元，归母净利分别为 30.0、36.9、42.2 亿元；EPS 分别为 2.12、2.61、2.98 元。

万年青

推荐理由：公司是江西省内水泥龙头之一，产能集中在赣东北和赣南，与长江流域联通，可适当补充江浙沪需求。江西省城镇化率低于周边省份，省内最新规划提出“一核四枢纽，两轴四板块”的空间结构，需求有望提升。首次覆盖给予**增持**评级。

业绩预测：预计 2021-2023 年收入分别为 142.4、151.8、161.9 亿元，归母净利分别为 16.1、17.1、18.1 亿元；EPS 分别为 2.02、2.14、2.27 元。

投资建议

分析框架围绕供需大框架展开，注意水泥特有的区域思维和边际思维：我们认为水泥基本面分析依然围绕供需大框架展开。在更短期的尺度应该跟踪熟料库容比的情况，长期的尺度应该关注人口迁徙以及各区域产能政策。同时应当注意水泥特有的区域思维和边际思维。

《水泥玻璃行业产能置换实施办法》提升水泥产能置换标准：近期工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，相比 2018 年版本，新政策堵上了原先跨省置换和僵尸产能置换的漏洞，并且提升了置换比例，对未来水泥供给侧增长形成了较好的约束。

730 会议有望对水泥需求形成边际改善：需求端近期 730 会议重提预算内投资和地方债发行，并推动今年底明年初形成实物工作量。基建托底作为逆周期调节工具有望重提，预计有望在跨年度对水泥需求形成边际改善。

水泥行业总体景气度有望迎来改善：我们认为供给端随着《水泥玻璃产能置换实施办法》的推进行业供给有望进一步收缩，而且随着行业需求回归正常，区域协同执行力度有望得到恢复。需求端随着基建投资重提，行业需求有望得到边际改善，而且三四季度为施工旺季，行业需求也将迎来季节性回暖。水泥行业总体景气度有望迎来改善。

风险提示

政策执行不及预期：水泥行业产能置换标准有所提升，供给端的约束不仅仅靠产能置换，还需要错峰停窑、限产、行业协同等共同形成对供给端的约束，具有较大的不确定性。相比历史以往，当前水泥行业盈利能力还是非常强的，供给侧约束不强仍会有较多资本进入。

需求提升不及预期：当前的基建政策已经进入精准调控阶段，基建更重要的作用是托底而不是刺激，一旦经济增速恢复正常，基建托底就将被弱化。同时当前地方债务存量规模较大，政策空间相对有限。地产端拿地、融资监管都非常严格，房企存量项目减少，未来地产开工下行压力依然较大。

公转铁以及海外熟料削弱区域性：随着公转铁逐步推进，水泥运输半径逐步增强，同时海外和东北熟料通过海运冲击华东地区，运输条件便利使得水泥区域性削弱，跨区域流动增强，区域内龙头面临相近区域企业的挑战，区域内协同格局或收到冲击。

煤炭价格持续上涨：煤炭当前供需紧张，受国内煤炭矿山安全检查以及澳洲煤炭进口受限影响，煤炭价格持续上行。煤炭是水泥成本最重要的构成因素，价格持续上涨将在一定程度侵蚀水泥企业利润空间。

附录图表 52. 报告中提及上市公司估值表

| 公司代码 | 公司简称 | 评级 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | 每股收益(元/股) | | 市盈率(x) | | 最新每股净 资产 (元/股) |
|-----------|------|------|-----------|------------|-----------|-------|--------|-------|----------------------|
| | | | | | 2020A | 2021E | 2020A | 2021E | |
| 002233.SZ | 塔牌集团 | 买入 | 12.40 | 147.8 | 1.49 | 1.60 | 8.3 | 7.8 | 9.05 |
| 600801.SH | 华新水泥 | 买入 | 23.40 | 406.5 | 2.69 | 3.50 | 8.7 | 6.7 | 11.34 |
| 600720.SH | 祁连山 | 买入 | 11.49 | 89.2 | 1.85 | 1.91 | 6.2 | 6.0 | 10.17 |
| 600585.SH | 海螺水泥 | 买入 | 43.51 | 2,212.6 | 6.63 | 6.69 | 6.6 | 6.5 | 31.20 |
| 000401.SZ | 冀东水泥 | 增持 | 13.61 | 192.4 | 2.02 | 2.24 | 6.8 | 6.1 | 11.13 |
| 000789.SZ | 万年青 | 增持 | 14.99 | 119.5 | 1.86 | 2.10 | 8.1 | 7.1 | 8.17 |
| 600449.SH | 宁夏建材 | 未有评级 | 11.96 | 57.2 | 2.02 | 2.25 | 5.9 | 5.3 | 13.36 |
| 000877.SZ | 天山股份 | 未有评级 | 15.70 | 164.6 | 1.45 | 1.79 | 10.9 | 8.8 | 10.37 |
| 000672.SZ | 上峰水泥 | 未有评级 | 22.12 | 180.0 | 2.49 | 2.94 | 8.9 | 7.5 | 8.74 |
| 600970.SH | 中材国际 | 未有评级 | 12.50 | 217.2 | 0.65 | 0.97 | 19.2 | 12.9 | 6.36 |

资料来源：万得，中银证券

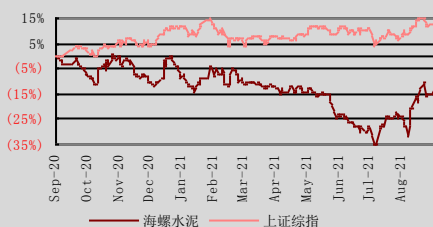
注：股价截止日 2021 年 9 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

600176.SH
买入

市场价格: 人民币 14.45

板块评级: 强于大市

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|---------------|--------|-------|-------|------|
| 绝对 | (18.0) | (5.4) | (8.9) | 35.8 |
| 相对新华富时 A50 指数 | (13.9) | 1.4 | (6.1) | 31.6 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 4,003 |
| 流通股(%) | 100 |
| 总市值(人民币 百万) | 57,845 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 1,135 |
| 净负债比率(%) | |
| 主要股东(%) | |
| 中国建材股份有限公司 | 27 |

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银证券

以 2021 年 9 月 24 日 收市价为标准

 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: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

海螺水泥

水泥工业引领者, 行业地位难以撼动

公司是世界领先的水泥企业, 股权结构合理。公司通过 T 型战略建立明显成本优势, 把握需求最好的长三角市场, 盈利能力领先同行。通过海中贸易平台应对海外熟料冲击。未来公司将逐步发展骨料和海外业务。

支撑评级的要点

- **世界领先的水泥企业, 业务规模庞大, 股权结构合理:** 海螺水泥是世界领先的水泥企业, 实控人为安徽国资委, 员工通过海创实业持股。公司水泥熟料营收占比超 60%, 主要集中在中东部。2020 年水泥产能 3.7 亿吨, 熟料产能 2.6 亿吨, 收入 1,762.4 亿, 利润 351.3 亿, 水泥熟料销量 3.3 亿吨, 规模仅次于中国建材。吨成本 170.8 元, 吨费用 14.9 元, 成本费用管控能力行业最强, ROE、利润率等在行业中处于较高水平。
- **T 型战略降低成本, 长三角成本优势难以撼动:** 公司在长江沿岸石灰石富集区域中兴建大型熟料基地, 且自有控制 30 余个码头运输产品, 通过长江提升覆盖地域范围, 在资源稀缺但市场较大的沿海地区低成本收购粉磨站, 就地生产水泥并直接销售。公司通过 T 型战略建立起来的成本优势将竞争对手排除在外, 牢牢抓住需求最旺盛的华东市场。
- **海中贸易平台应对海外熟料冲击, 获取沿江熟料定价权:** 越南和东北熟料通过海运直达华东, 对价格造成一定冲击并扰乱市场秩序。海螺水泥自身拥有 30 余个沿江码头, 借助自身优势开展贸易业务成立海中贸易平台承接海外熟料, 并加大自身粉末产能消化熟料冲击, 逐步获取沿江熟料定价权。2020 年, 公司贸易业务规模 410.7 亿元, 增速为 7.1%。
- **矿山资源丰富, 发展骨料和海外业务:** 公司矿山储量丰富, 开采价值高, 未来骨料是公司重点发展方向。同时公司在海外业务开拓领先同行, 海外熟料 1,094 万吨, 领先其他竞争对手。

估值

- 参考公司中报表现以及对对应区域景气度, 预计 2021-2023 年收入分别为 1,948.3、2,033.2、2,142.9 亿元, 归母净利润分别为 347.1、367.0、391.1 亿元; EPS 分别为 6.55、6.93、7.38 元。首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 基建投资不及预期, 煤炭价格加速上升, 长江中下游超长雨季

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入(人民币 百万) | 157,030 | 176,243 | 194,827 | 203,322 | 214,285 |
| 变动(%) | 22 | 12 | 11 | 4 | 5 |
| 净利润(人民币 百万) | 33,593 | 35,130 | 34,711 | 36,701 | 39,108 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 6.339 | 6.629 | 6.550 | 6.926 | 7.380 |
| 变动(%) | 12.6 | 4.6 | (1.2) | 5.7 | 6.6 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 7.5 | 7.2 | 7.3 | 6.9 | 6.5 |
| 市场预期每股收益 | | | 6.690 | 7.010 | 7.200 |
| 全面摊薄市盈率 | 7.5 | 7.2 | 7.3 | 6.9 | 6.5 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 12.6 | 35.4 | 6.5 | 6.4 | 6.1 |
| 每股现金流量(人民币) | 3.78 | 1.35 | 7.37 | 7.46 | 7.75 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 5.3 | 5.1 | 5.0 | 4.7 | 4.5 |
| 每股股息(人民币) | 1.20 | 1.69 | 1.97 | 2.08 | 2.21 |
| 股息率(%) | 2.5 | 3.5 | 4.1 | 4.4 | 4.6 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

深耕行业多年，水泥工业引领者

世界水泥看中国，中国水泥看海螺：公司前身为成立于1978年的安徽省宁国水泥厂，1997年海螺水泥成立。1997年和2002年公司分别在H股和A股上市。上市二十多年来，公司坚持技术创新，率先在国内建成日产5,000吨、10,000吨熟料产线，在国内建成第一个千万吨级熟料基地、第一套余热发电机组等。公司自身在持续高速增长的同时，也较好的引领了国内水泥工业的发展，获得了“世界水泥看中国，中国水泥看海螺”的美誉。

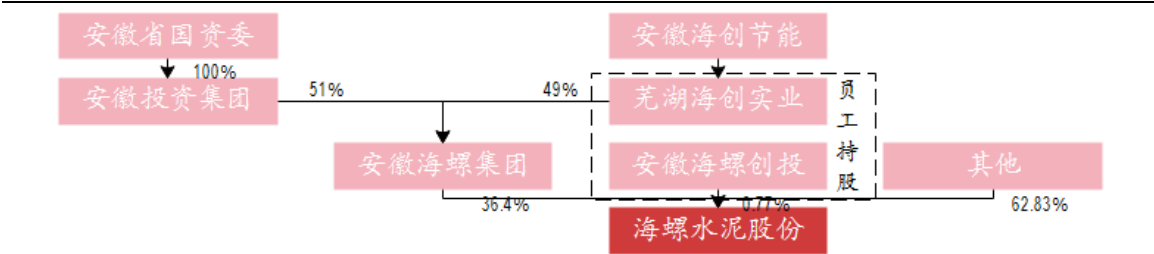
图表 1. 海螺水泥历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

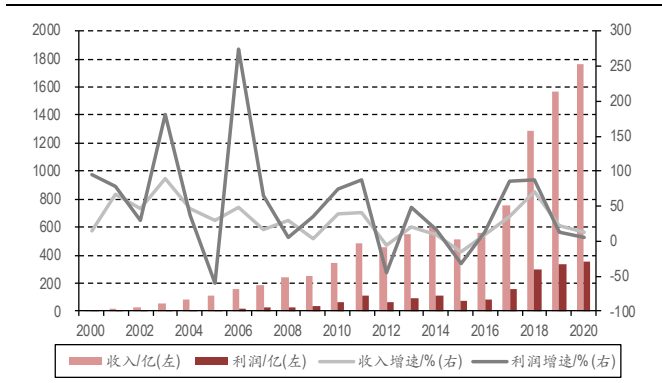
实控人为安徽省国资委，员工持股平台调动积极性：公司实控人为安徽省国资委，最大股东为安徽省海螺集团，持股比例36.4%。员工持股是公司股权的重要组成部分。2003年海螺集团完成改制，从国有独资改制为国资控股，集团和下属企业工会8明自然人成立海螺创业实业承接安徽省投资集团转让的49%海螺集团股权，构建了企业和员工利益共同体，员工积极性被充分调动。

图表 2 海螺水泥股权结构图



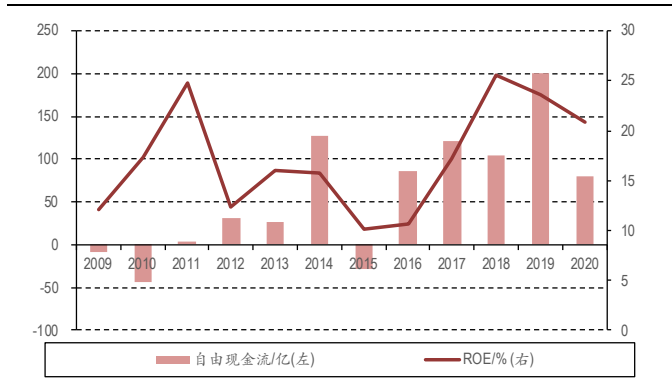
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司收入利润表现向好



资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 公司盈利能力与现金创造能力强大



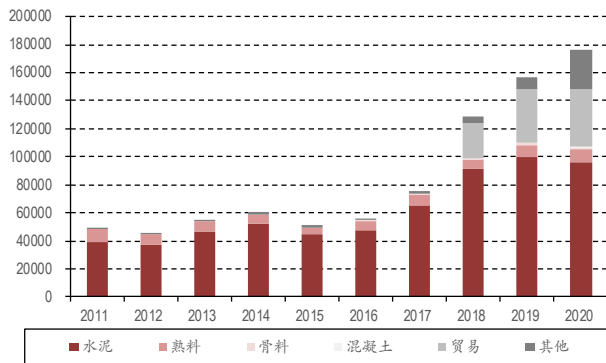
资料来源：公司年报，中银证券

业绩持续高速增长，盈利能力与现金创造能力优秀：1999-2020年，公司收入从10.7亿元增长至1,762.4亿元，CAGR为27.5%；利润从0.6亿元增长至351.3亿元，CAGR为35.6%。上市二十余年来，业绩持续保持快速增长。公司盈利能力和现金创造能力也非常优秀，2018年以来公司ROE持续在20%以上，2015年行业低点也能维持10%以上的ROE，优于大多数建材企业；2016年以来自由现金流均在80亿元以上，在保证业绩高速增长的同时也给股东带来稳定可靠的现金回报。

华东地区水泥龙头，成本费用管控优秀

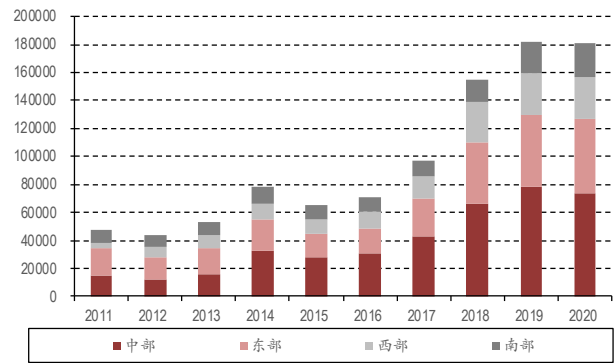
主营水泥熟料、深耕中东部地区：水泥和熟料是公司主要产品，2020年营收占比达60.0%。此外，公司的业务范围还覆盖砂石骨料、水泥制品和建材贸易等。其中，骨料和水泥制品能够依托公司庞大的熟料产能和石灰石矿山资源进行快速发展，未来有望成为公司新的利润增长点。在地区方面，海螺水泥的主要市场集中在中部和东部地区，2016-2020年中部和东部地区营收规模呈增长态势，2020年营收占比为71.9%；此外，公司在南部地区的营收规模也在不断提高。

图表 5. 公司收入以水泥和熟料为主，近年发展贸易和骨料 (单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 中东部地区是公司主要收入来源(单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

产能集中在安徽，湖南、广东、广西、贵州也有较多产能投放：据中国水泥网，2016年以后公司熟料产能就稳定在2亿吨以上，2019年达2.10亿吨，仅次于中国建材。考虑到中国建材事实上是由旗下南方水泥、中联水泥、西南水泥等八家企业相对独立运营，公司实际市场影响力并不弱于中国建材。从区域布局来看，公司在安徽有约8,000万吨产能，是公司产能最集中的省份。此外公司在湖南、广东、广西、贵州产能也均在1,500万吨以上，分别为2,092.5、1,751.5、1,596.5、1,866.2万吨。

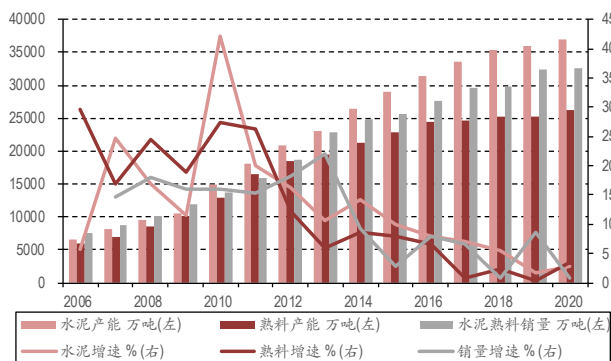
图表 7. 公司熟料产能主要集中在安徽、湖南等省份(单位:万吨)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 江苏 | 372.0 | 372.0 | 372.0 | 372.0 | 372.0 | 372.0 | 372.0 | 372.0 | 372.0 | 372.0 |
| 浙江 | 155.0 | 310.0 | 310.0 | 310.0 | 310.0 | 310.0 | 310.0 | 310.0 | 310.0 | 310.0 |
| 安徽 | 5,285.5 | 5,812.5 | 6,866.5 | 6,866.5 | 7,021.5 | 7,176.5 | 7,719.0 | 7,719.0 | 7,998.0 | 7,998.0 |
| 江西 | 465.0 | 465.0 | 465.0 | 465.0 | 465.0 | 744.0 | 744.0 | 744.0 | 852.5 | 1,054.0 |
| 山东 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 |
| 湖南 | 930.0 | 1,085.0 | 1,240.0 | 1,240.0 | 1,937.5 | 2,092.5 | 2,092.5 | 2,092.5 | 2,092.5 | 2,092.5 |
| 广东 | 620.0 | 930.0 | 930.0 | 930.0 | 1,100.5 | 1,472.5 | 1,472.5 | 1,472.5 | 1,751.5 | 1,751.5 |
| 广西 | 1,209.0 | 1,488.0 | 1,565.5 | 1,565.5 | 1,565.5 | 1,596.5 | 1,596.5 | 1,596.5 | 1,596.5 | 1,596.5 |
| 重庆 | 155.0 | 310.0 | 310.0 | 310.0 | 465.0 | 620.0 | 620.0 | 620.0 | 598.3 | 598.3 |
| 四川 | 310.0 | 620.0 | 697.5 | 697.5 | 852.5 | 852.5 | 852.5 | 837.0 | 837.0 | 837.0 |
| 贵州 | 310.0 | 387.5 | 682.0 | 1,054.0 | 1,416.7 | 1,881.7 | 1,881.7 | 1,804.2 | 1,866.2 | 1,866.2 |
| 云南 | | 62.0 | 139.5 | 139.5 | 589.0 | 589.0 | 589.0 | 759.5 | 759.5 | 759.5 |
| 陕西 | 155.0 | 976.5 | 976.5 | 1,007.5 | 1,007.5 | 1,007.5 | 1,007.5 | 992.0 | 992.0 | 992.0 |
| 甘肃 | 155.0 | 310.0 | 310.0 | 387.5 | 542.5 | 558.0 | 558.0 | 558.0 | 558.0 | 558.0 |
| 新疆 | | | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 |
| 合计 | 10,276.5 | 13,283.5 | 15,097.0 | 15,577.5 | 17,877.7 | 19,505.2 | 20,047.7 | 20,109.7 | 20,816.5 | 21,018.0 |

资料来源：中国水泥网，中银证券

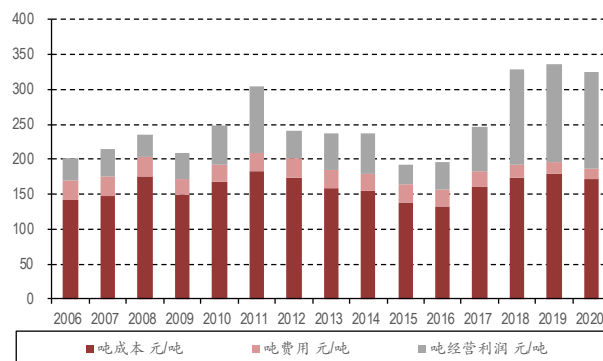
公司产能与销量持续增长，吨成本、费用、利润指标优秀：2006-2020年，公司水泥产能从6,500万吨增长至3.7亿吨，CAGR为13.2%；销量从7,551.8万吨增长至3.7亿吨，CAGR为11.0%。2017年以来，公司发展海中贸易平台以应对海外熟料冲击，水泥产能有明显增长。2018年以来，公司水泥熟料均价稳定在320-340元之间；吨成本在170-180元之间，为行业最低水平之一；吨费用逐年下降到2020年的14.9元；吨经营利润2018年以后稳定在135元以上。海螺水泥规模大，国内覆盖范围广，能维持如此高的盈利能力和控本能力实属难得。

图表 8. 近年来公司水泥粉磨产能快速增长



资料来源：公司年报，中国水泥网，中银证券

图表 9. 公司成本管控优秀，盈利能力强大

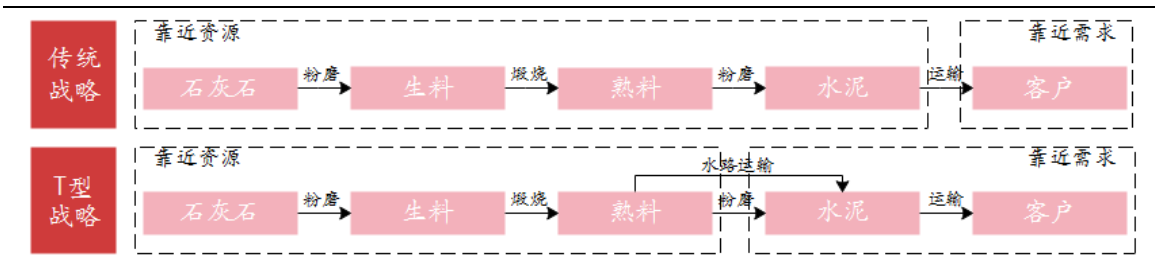


资料来源：公司年报，中银证券

物流运输、成本管控、矿山资源、区域格局领先同行

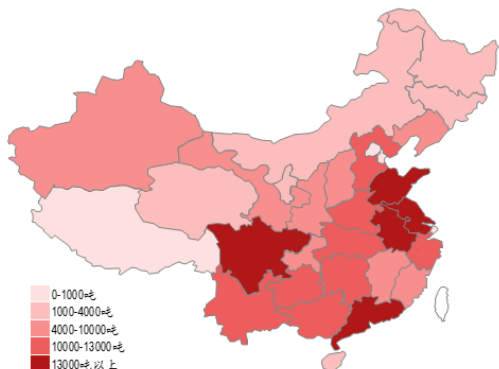
T型战略降低成本，长三角成本优势难以撼动：“T”的横代表沿海，竖代表沿江。T型战略指在长江沿岸石灰石资源丰富的地方集中兴建大型熟料基地，且自有控制30余个码头运输水泥与熟料，通过长江大幅提升产品覆盖地域范围，在资源稀缺但水泥市场较大的沿海地区低成本收购小水泥厂并改造成粉磨站，就地生产水泥，并直接销往需求旺盛的东部市场，形成“熟料基地—长江—粉磨站”模式，是传统的“工厂—公路—工地”模式无法相比的。这种战略模式成功解决了水泥企业所遇到的“运输成本高，销售区域受限”的瓶颈问题。同时华东地区是全国水泥需求最为旺盛的地区，公司通过T型战略建立起来的成本优势将竞争对手排除在外。

图表 10. 海螺水泥的T型战略



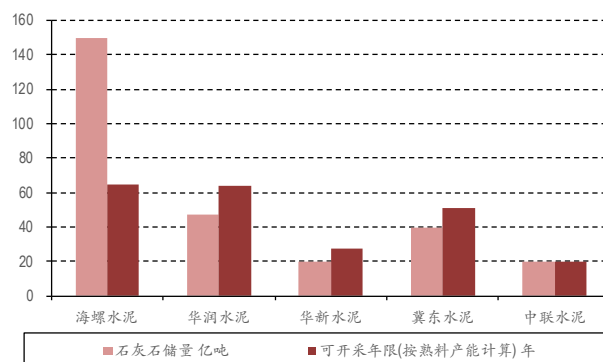
资料来源：公司公告，中银证券

图表 11. 长三角是我国水泥需求最旺盛的区域



资料来源：同花顺iFind，中国水泥网，中银证券

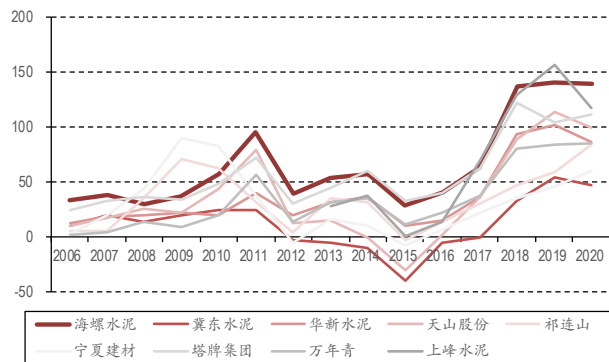
图表 12. 海螺水泥矿山储备领先同行



资料来源：公司公告，中国水泥网，中银证券

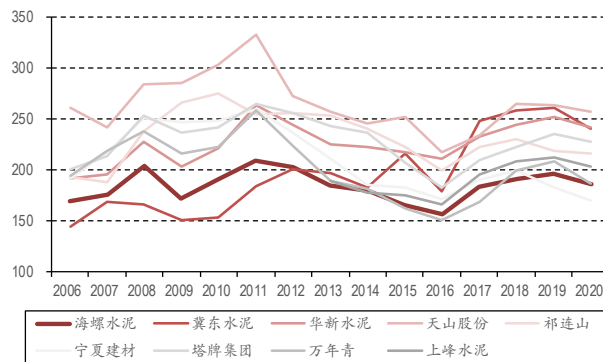
生产规模效应显著，物流配送网络提升运营效率：公司水泥产能达到 3.7 亿吨，在全国范围内仅次于中国建材。庞大的生产规模带来巨大的规模效应，无论是单吨利润指标还是吨成本吨费用指标，公司都明显领先同行其他上市公司。同时公司雄厚的实力不断收购长江中下游的码头以及小型粉磨站，已经形成高效的物流配送网络。公司近年来吨费用已经降到 15 元以下，而部分同行费用还在 50 元左右的水平。

图表 13. 海螺水泥吨经营利润明显领先同行(单位:元/吨)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 14. 海螺水泥吨成本+吨费用明显低于同行(单位:元/吨)



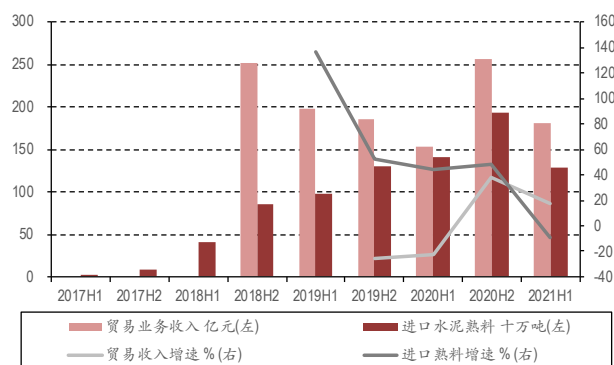
资料来源：公司年报，中银证券

矿山储量领先同行，开采利用价值极高：公司石灰石矿山储量达到 150 亿吨，远远领先同行，按照当前产能可开采年限达到 60 年，且大多数是沿江资源位于安徽省内，开采利用价值极高。随着矿山开采资格逐步收紧，骨料价格逐步提升，公司储备的矿山资源本身也具有极高价值。

贸易平台应对海外熟料，重点发展骨料和海外业务

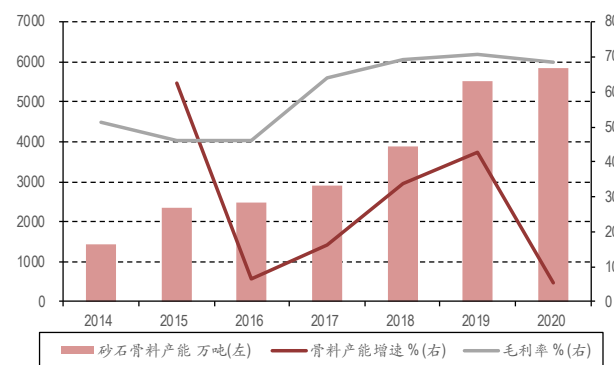
海中贸易平台应对海外熟料冲击，逐步获取沿江熟料定价权：2017 年以来，伴随着水泥供给侧改革，熟料资源化属性凸显，华东熟料价格领跑全国，甚至出现熟料和粉末价格倒挂的现象。越南和东北熟料价格便宜，通过海运直接抵达华东沿海，对华东熟料价格造成一定冲击并扰乱当地水泥市场秩序。海螺水泥自身拥有 30 余个沿江码头，借助自身优势开展贸易业务成立海中贸易平台承接海外熟料，并加大自身粉末产能消化熟料冲击，从而逐步获取沿江熟料定价权。2020 年，公司贸易业务规模达到 410.7 亿元，增速为 7.1%。

图表 15. 随着进口熟料增长公司贸易业务快速增长



资料来源：公司年报，中银证券

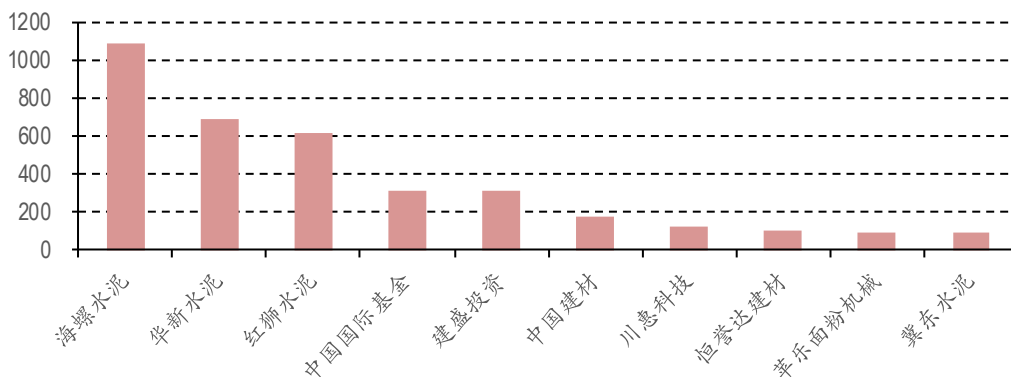
图表 16. 公司骨料产能逐年增加



资料来源：公司年报，中国水泥网，中银证券

河砂禁采凸显矿山资源属性，公司依托雄厚储备发展骨料业务：随着 2018 年以来全国范围内禁采河砂逐步推进，砂石骨料供应短缺，价格明显提升。矿山资源属性进一步凸显。公司依托自身雄厚的矿山储备发展骨料业务。截至 2020 年，公司骨料产能规模为 5,830 万吨，营收规模为 10.3 亿元，毛利率高达 68.3%。

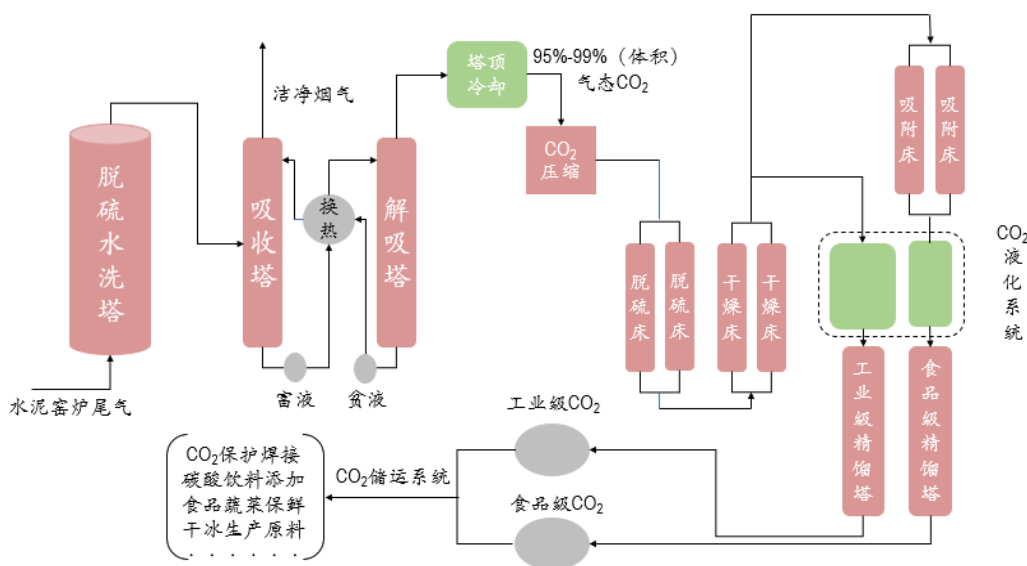
图表 17. 公司海外战略发展领先同行，海外熟料产能规模遥遥领先(单位:万吨)



资料来源：公司公告，中银证券

水泥海外战略的先行者，海外产能规模领先同行：公司是最早开始投资海外产能的水泥企业，2011 年就在印尼南加建立了第一个生产基地。随着国家“一带一路”战略的不断推进，海螺水泥也在不断进行海外市场布局。2020 年公司海外市场营收达 27.1 亿元，占营收总额的 7.9%。海螺水泥的海外产能主要分布于印尼、柬埔寨、缅甸、老挝等国，其中在印尼的熟料产能占比最高。2020 年，公司海外产能达到 1,094 万吨，遥遥领先其他竞争对手。

图表 18. 公司通过化学吸收装置降低碳排放



资料来源：公司公告，中银证券

水泥碳中和领跑者，提出水泥行业碳捕捉方案：水泥行业作为碳排放大户，双碳目标提出后成为重点压降碳排放对象。公司率先在行业中提出碳捕捉方案降低碳排放。方案主要分为两步：第一步是CO₂捕集：水泥窑烟气通过引风机送入脱硫水洗塔底部，分别经过水洗降温、脱硫净化等过程后进入吸收塔底部并进一步吸收形成富液，在解吸塔内解吸出纯度95%以上的CO₂；第二步是CO₂纯化精制过程：CO₂气体从解吸塔顶部引出，经冷凝、分水、压缩、干燥等流程后形成高纯度的工业级和食品级CO₂。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 157,030 | 176,243 | 194,827 | 203,322 | 214,285 |
| 销售成本 | 104,760 | 124,848 | 140,298 | 146,250 | 153,982 |
| 经营费用 | 10,561 | 9,619 | 11,884 | 12,403 | 13,071 |
| 息税折旧前利润 | 47,730 | 49,782 | 50,793 | 53,446 | 56,660 |
| 折旧及摊销 | 5,271 | 5,430 | 6,731 | 7,376 | 8,050 |
| 经营利润(息税前利润) | 42,459 | 44,353 | 44,062 | 46,070 | 48,610 |
| 净利息收入/(费用) | 1,338 | 1,515 | 922 | 1,485 | 2,056 |
| 其他收益/(损失) | 1,966 | 2,488 | 2,167 | 2,167 | 2,167 |
| 税前利润 | 43,798 | 45,867 | 44,984 | 47,554 | 50,666 |
| 所得税 | 10,205 | 10,738 | 10,273 | 10,854 | 11,558 |
| 少数股东权益 | 759 | 1,240 | 673 | 684 | 703 |
| 净利润 | 33,593 | 35,130 | 34,711 | 36,701 | 39,108 |
| 核心净利润 | 31,627 | 32,642 | 32,544 | 34,534 | 36,941 |
| 每股收益(人民币) | 6.339 | 6.629 | 6.550 | 6.926 | 7.380 |
| 核心每股收益(人民币) | 5.968 | 6.160 | 6.141 | 6.517 | 6.971 |
| 每股股息(人民币) | 1.200 | 1.690 | 1.970 | 2.080 | 2.210 |
| 收入增长(%) | 22 | 12 | 11 | 4 | 5 |
| 息税前利润增长(%) | 8 | 4 | (1) | 5 | 6 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 8 | 4 | 2 | 5 | 6 |
| 每股收益增长(%) | 13 | 5 | (1) | 6 | 7 |
| 核心每股收益增长(%) | 6 | 3 | (0) | 6 | 7 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金及现金等价物 | 54,721 | 58,794 | 86,883 | 114,886 | 143,748 |
| 应收帐款 | 13,272 | 7,806 | 8,529 | 8,834 | 9,240 |
| 库存 | 5,572 | 7,002 | 7,729 | 8,038 | 8,448 |
| 其他流动资产 | 19,938 | 30,975 | 30,975 | 30,975 | 30,975 |
| 流动资产总计 | 93,503 | 104,575 | 134,115 | 162,733 | 192,409 |
| 固定资产 | 58,858 | 62,720 | 64,425 | 65,819 | 66,935 |
| 无形资产 | 9,979 | 13,710 | 13,253 | 12,796 | 12,339 |
| 其他长期资产 | 12,450 | 11,093 | 11,168 | 11,311 | 11,481 |
| 长期资产总计 | 81,287 | 87,523 | 88,847 | 89,927 | 90,756 |
| 总资产 | 174,791 | 192,099 | 222,961 | 252,660 | 283,165 |
| 应付帐款 | 7,304 | 4,786 | 5,421 | 5,665 | 5,983 |
| 短期债务 | 2,942 | 1,982 | 1,982 | 1,982 | 1,982 |
| 其他流动负债 | 13,682 | 9,002 | 12,780 | 14,223 | 14,510 |
| 流动负债总计 | 23,927 | 15,770 | 20,183 | 21,870 | 22,475 |
| 长期借款 | 3,871 | 3,310 | 3,310 | 3,310 | 3,310 |
| 其他长期负债 | 4,671 | 4,802 | 6,308 | 7,958 | 9,759 |
| 股本 | 5,299 | 5,299 | 5,299 | 5,299 | 5,299 |
| 储备 | 137,021 | 162,918 | 187,861 | 214,223 | 242,323 |
| 股东权益 | 142,320 | 168,217 | 193,161 | 219,523 | 247,622 |
| 少数股东权益 | 4,959 | 6,395 | 7,067 | 7,751 | 8,454 |
| 总负债及权益 | 174,791 | 192,099 | 222,961 | 252,660 | 283,165 |
| 每股帐面价值(人民币) | 25.92 | 30.54 | 35.12 | 39.96 | 45.13 |
| 每股有形资产(人民币) | 30.80 | 33.39 | 39.30 | 44.99 | 50.84 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (8.16) | (9.19) | (14.21) | (19.18) | (24.29) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 税前利润 | 43,798 | 45,867 | 44,984 | 47,554 | 50,666 |
| 折旧与摊销 | 5,271 | 5,430 | 6,731 | 7,376 | 8,050 |
| 净利息费用 | (1,338) | (1,515) | (922) | (1,485) | (2,056) |
| 运营资本变动 | (13,498) | 5,058 | (2,963) | (1,072) | 210 |
| 税金 | 20,563 | 19,979 | 6,728 | 9,576 | 11,382 |
| 其他经营现金流 | (41,053) | (29,907) | (16,101) | (19,373) | (21,714) |
| 经营活动产生的现金流 | 40,738 | 34,797 | 44,384 | 44,720 | 46,118 |
| 购买固定资产净值 | 8,651 | 9,970 | 8,054 | 8,456 | 8,878 |
| 投资减少/增加 | 13,037 | 19,801 | (1,267) | (1,267) | (1,267) |
| 其他投资现金流 | 999 | 2,109 | 1,457 | 2,018 | 2,586 |
| 投资活动产生的现金流 | (20,689) | (27,663) | (5,330) | (5,171) | (5,025) |
| 净增权益 | 731 | (484) | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 1,032 | (1,364) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 6,359 | 8,956 | 10,440 | 11,023 | 11,711 |
| 其他融资现金流 | (3,316) | (2,423) | (524) | (522) | (520) |
| 融资活动产生的现金流 | (7,912) | (13,227) | (10,964) | (11,545) | (12,231) |
| 现金变动 | 12,156 | (6,192) | 28,089 | 28,003 | 28,861 |
| 期初现金 | 34,565 | 54,721 | 58,794 | 86,883 | 114,886 |
| 公司自由现金流 | 20,049 | 7,135 | 39,053 | 39,548 | 41,093 |
| 权益自由现金流 | 17,766 | 3,347 | 38,529 | 39,026 | 40,573 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 30.4 | 28.2 | 26.1 | 26.3 | 26.4 |
| 息税前利润率(%) | 27.0 | 25.2 | 22.6 | 22.7 | 22.7 |
| 税前利润率(%) | 27.9 | 26.0 | 23.1 | 23.4 | 23.6 |
| 净利率(%) | 21.9 | 20.6 | 18.2 | 18.4 | 18.6 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 3.9 | 6.6 | 6.6 | 7.4 | 8.6 |
| 利息覆盖率(倍) | 35.7 | 32.9 | 55.1 | 36.0 | 27.6 |
| 净权益负债率(%) | (30.4) | (29.0) | (39.0) | (46.3) | (52.0) |
| 速动比率(倍) | 3.7 | 6.2 | 6.3 | 7.1 | 8.2 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 7.5 | 7.2 | 7.3 | 6.9 | 6.5 |
| 核心业务市盈率(倍) | 8.0 | 7.7 | 7.8 | 7.3 | 6.8 |
| 市净率(倍) | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| 价格/现金流(倍) | 12.6 | 35.4 | 6.5 | 6.4 | 6.1 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 5.3 | 5.1 | 5.0 | 4.7 | 4.5 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 13.0 | 14.5 | 14.5 | 14.4 | 14.4 |
| 应收帐款周转天数 | 30.9 | 16.2 | 16.0 | 15.9 | 15.7 |
| 应付帐款周转天数 | 25.4 | 14.0 | 14.1 | 14.1 | 14.2 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 18.9 | 25.5 | 30.1 | 30.0 | 29.9 |
| 净资产收益率(%) | 24.1 | 21.6 | 18.3 | 17.0 | 16.1 |
| 资产收益率(%) | 19.7 | 18.9 | 15.9 | 14.8 | 14.1 |
| 已运用资本收益率(%) | 21.2 | 19.1 | 16.6 | 15.3 | 14.3 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

002080.SZ
增持

价格: 人民币 25.47

板块评级: 强于大市

股价表现


| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|---------------|------|-----|------|------|
| 绝对 | 4.9 | 2.2 | 17.2 | 37.2 |
| 相对新华富时 A50 指数 | 9.9 | 9.3 | 19.4 | 30.0 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 1,678 |
| 流通股(%) | 100 |
| 总市值(人民币 百万) | 42,742 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 540 |
| 净负债比率(%) | |
| 主要股东(%) | |
| 中国建材股份有限公司 | 60 |

 资料来源: 公司公告, 彭博, 中银证券
 以2021年9月24日收市价为标准

 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: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

冀东水泥

华北龙头整合至尾声, 区域需求提升受益明显

公司是华北水泥龙头, 历时五年重组逐步进入尾声, 公司区域龙头地位进一步巩固。随着“京津冀协同发展”以及雄安新区建设逐步进入高峰, 公司作为区域龙头将充分受益。

支撑评级的要点

- **冀东金隅重组进入尾声, 华北水泥巨无霸呼之欲出:** 公司是华北水泥龙头, 实控人为北京国资委。历时 5 年的重组进入尾声, 具体分为三个阶段: 第一阶段是 2016 年股权重组, 金隅集团收购公司股份成为控股股东, 实控人变为北京国资委; 第二阶段是 2017 年底开始的资产重组, 双方成立合资公司并向其注入旗下子公司, 冀东水泥持有合资公司 52.9% 股份; 第三阶段冀东水泥收购金隅集团持有的合资公司剩余股权。收购完成后同业竞争问题彻底解决, 冀东将成为华北绝对龙头。
- **华北是公司主要布局区域, 业务规模较大, 成本费用水平稍高:** 2020 年公司收入 354.8 亿, 利润 28.5 亿; 水泥熟料收入占比 80% 以上; 熟料产能 1.01 亿吨, 其中河北省 4,764.7 万吨。2020 年公司水泥熟料销量 1.07 亿吨, 吨成本 189.2 元, 吨费用 51.0 元, 吨成本费用水平相比同行偏高。
- **冀东金隅产能供给在河北一家独大, 格局有望进一步改善:** 金隅冀东在河北省乃至华北地区产能都有明显的优势。公司在河北省内产能 4,764.7 万吨, 占有率 49.4%; 华北地区产能 7,009.1 万吨, 占有率 30.6%。2021 年河北省内新增熟料产能有限。随着双碳目标提出以及煤价快速上涨, 中小企业生存压力提升, 加速出清, 利于头部企业占有率提升。
- **“京津冀协同发展”以及雄安新区建设支撑区域需求:** 2021 年京津冀重点项目合计计划完成投资 7,596 亿元, 同增 11.1%。2021 年是雄安新区成立第五年, 预计建设强度会在接下来年份逐步进入高峰, 河北省内水泥需求将在未来 3-5 年内有较强保障。公司作为华北龙头, 受益显著。

估值

- 参考公司中报表现以及华北区域景气度, 预计 2021-2023 年收入分别为 393.0、418.6、440.0 亿元, 归母净利分别为 30.0、36.9、42.2 亿元; EPS 分别为 2.12、2.61、2.98 元。首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 京津冀建设不及预期, 煤炭价格大幅提升, 雄安新区建设不及预期

投资摘要

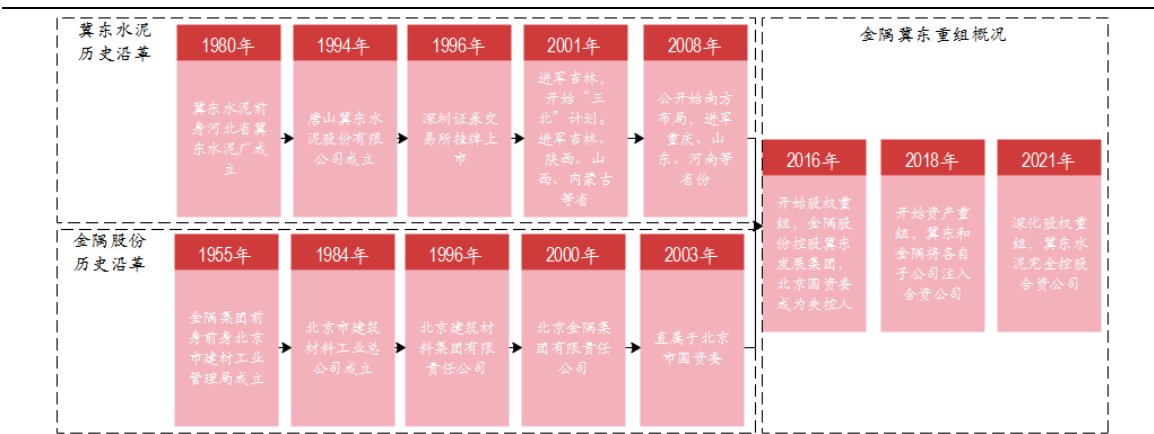
| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 34,507 | 35,480 | 39,304 | 41,856 | 43,998 |
| 变动(%) | 12 | 3 | 11 | 6 | 5 |
| 净利润(人民币 百万) | 2,701 | 2,850 | 3,002 | 3,689 | 4,216 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 1.910 | 2.016 | 2.124 | 2.610 | 2.983 |
| 变动(%) | 82.0 | 5.5 | 5.3 | 22.9 | 14.3 |
| 市场预期每股收益 | | | 2.230 | 2.510 | 2.820 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 7.5 | 7.1 | 6.8 | 5.5 | 4.8 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 4.1 | 3.1 | 2.1 | 2.0 | 1.7 |
| 每股现金流量(人民币) | 3.50 | 4.69 | 6.88 | 7.34 | 8.32 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.0 | 1.9 |
| 每股股息(人民币) | 1.14 | 1.61 | 0.67 | 0.82 | 0.94 |
| 股息率(%) | 8.0 | 11.2 | 4.7 | 5.7 | 6.5 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

三阶段重组打造华北水泥巨无霸

四十年发展铸就今日冀东，华北地区水泥龙头难以撼动：公司前身是1980年河北省政府建立的冀东水泥厂。1994年，唐山冀东水泥股份有限公司成立，1996年在深交所挂牌上市。2001年公司开始“三北计划”陆续进军吉林、山西、陕西、内蒙古等省份；2008年公司开始向南部省份布局，陆续进军重庆、山东、河南等省份。2016年公司启动与金隅股份重组计划。金隅股份前身为1955年成立的北京市建材工业管理局，1984年改制为北京市建筑材料总公司，后经过多次改制更名，2003年直属于北京国资委。冀东和金隅重组分为三阶段，目前基本结束，同业竞争问题将彻底解决，冀东水泥在华北地区水泥龙头地位难以撼动。

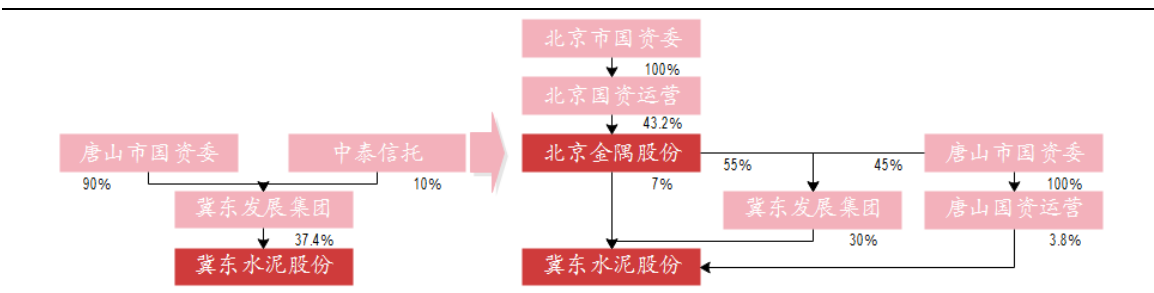
图表 1. 冀东水泥和金隅集团历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

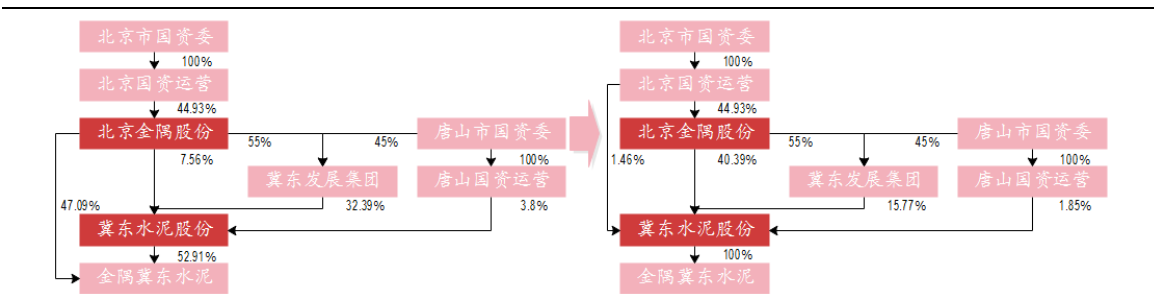
重组第一阶段：股权重组，冀东水泥实控人变更为北京国资委：冀东水泥和金隅集团的重组分为三个阶段，第一阶段为2016年股权重组。金隅集团通过认购冀东水泥母公司冀东发展新增注册资本和中泰信托持有的冀东发展股份，持有冀东发展55%股份成为其控股股东，冀东水泥实控人由唐山国资委变为北京国资委。至此金隅集团直接持有冀东水泥7%股份，通过冀东发展持有30%股份。

图表 2. 冀东金隅重组第一阶段股权结构示意图



资料来源：公司公告，中银证券

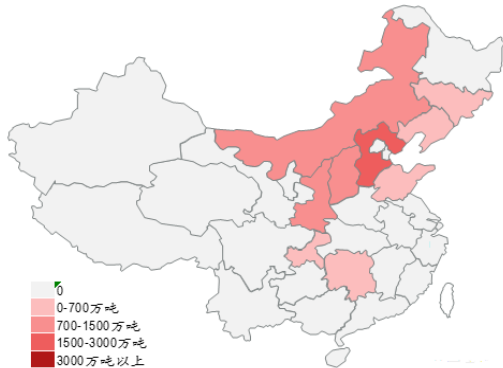
图表 3. 冀东金隅重组第三阶段股权结构示意图



资料来源：公司公告，中银证券

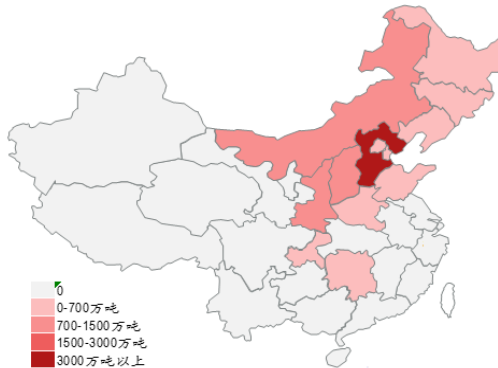
重组第二阶段：资产重组，分两阶段进行，冀东水泥为合资公司控股股东：资产重组分为两阶段，第一阶段始于2017年12月，双方成立合资公司金隅冀东水泥，冀东水泥将持有的20家子公司和2家分公司注入合资公司，估值82.1亿；金隅集团将持有的10家子公司注入合资公司，估值73.1亿；冀东水泥持有合资公司52.9%股权。第二阶段始于2019年1月，冀东现金收购金隅集团7家子公司股权，同时将持有的5家子公司注入合资公司；金隅集团将持有的7家子公司注入合资公司。冀东继续持有合资公司52.9%股权。

图表 4. 2015 年重组前冀东水泥产能分布



资料来源：公司年报，中银证券

图表 5. 2020 年重组后冀东金隅产能分布



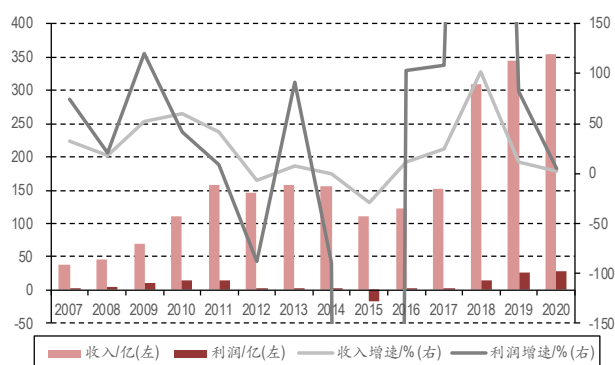
资料来源：公司年报，中银证券

重组第三阶段：股权重组，冀东水泥完全吸收合并合资公司：重组第三阶段是股权重组，始于2021年4月，冀东水泥向金隅集团发行股份购买其持有的合资公司47.09%股权吸收合并合资公司，同时向北京国资运营管理公司等投资者非公开发行股权募集配套资金。重组完成后冀东水泥将完全控股合资公司金隅冀东，目前重组按计划进行中，同业竞争问题将得到彻底解决。金隅冀东的重组打造了华北水泥巨无霸，龙头地位难以撼动，冀东水泥自身产能相比重组前将明显增加。据中国水泥网，2020年冀东水泥熟料产能达到1.01亿吨，其中河北省内达到4,764.7万吨，产能占有率49.4%。

北方水泥龙头，近年销量利润情况明显提升

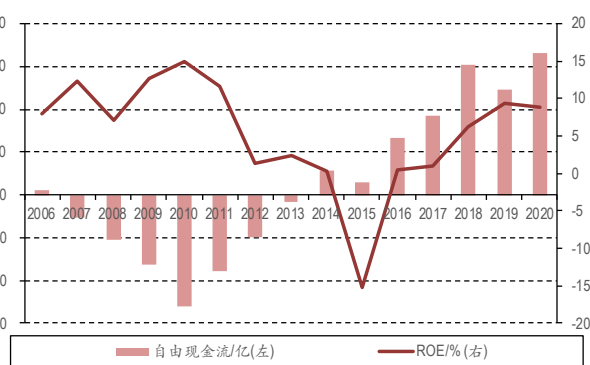
利润波动水平相对较大，近年来盈利能力与现金流有所改善：2006-2020年，公司收入从29.1亿元增长至354.8亿元，CAGR为19.6%；利润从2.1亿元增长至28.5亿元，CAGR为20.5%。上市二十余年来，业绩保持增长，相比海螺水泥，公司现金流和盈利能力水平波动较大。近年来随着行业格局改善以及雄安新区建设，公司盈利能力有所提升，2020年ROE达到8.9%；自由现金流也有所提升，2018-2020年公司自由现金流稳定在50-65亿元之间，相比以往年份有明显改善。

图表 6. 公司收入利润表现向好



资料来源：公司年报，中银证券

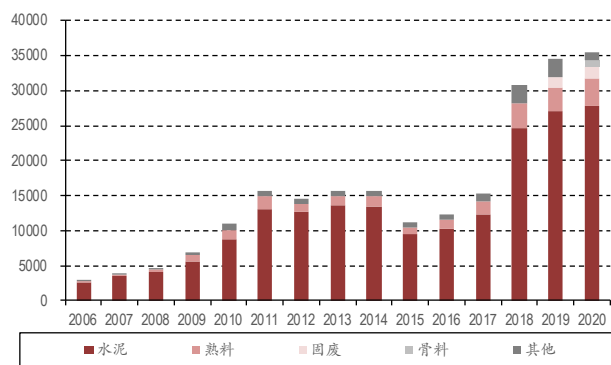
图表 7. 公司盈利能力与现金创造能力强大



资料来源：公司年报，中银证券

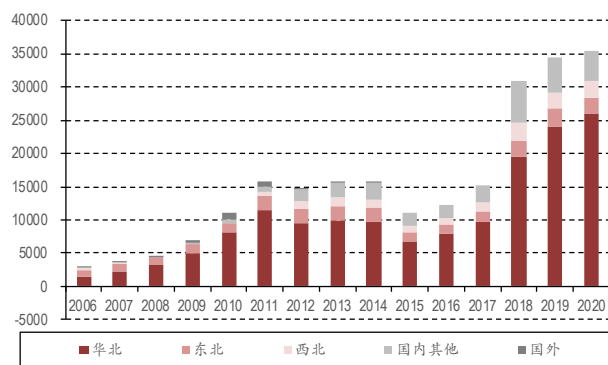
主营水泥与熟料、深耕华北地区：水泥及熟料为公司主营业务，收入占比80%以上；2019和2020年公司分别新披露危废处置和骨料业务收入。2020年公司水泥熟料共营收308.0亿，危废处置营收17.6亿，骨料营收9.4亿；收入占比分别为88.1%、4.1%与2.3%。公司主要深耕华北地区，2020年华北收入占比73.4%。公司早在2000年就提出“三北战略”：扩大华北、挺进东北、开拓西北；后来公司跳出三北战略布局西南与华中，目前公司产能布局仍以华北为主，西北、东北、西南、华中地区营收规模相当。

图表 8. 公司收入以水泥和熟料为主，近年发展贸易和骨料
(单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 9. 中东部地区是公司主要收入来源(单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

产能集中在河北、山西、陕西、内蒙古、重庆、吉林也有较多产能投放：据中国水泥网，重组后的冀东金隅熟料产能稳定在1亿吨左右，在国内仅次于中国建材和海螺水泥。从区域布局来看，公司在河北省有4,764.7万吨产能；陕西和山西省也超过1,000万吨，产能分别为1,193.5万吨和1,085万吨。公司在内蒙古、重庆、吉林等省份也有较多熟料产能投放，均超过400万吨。

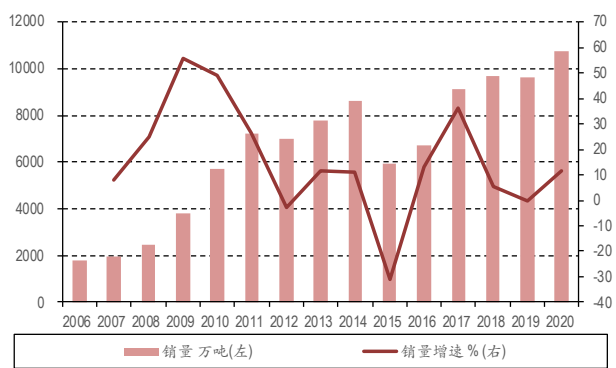
图表 10. 公司熟料产能主要集中在安徽、湖南等省份(单位:万吨)

| | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 冀东 | 河北 | 1,432.2 | 2,300.2 | 2,514.1 | 2,762.1 | 2,762.1 | 2,762.1 | 2,762.1 | 2,684.6 | 2,684.6 |
| 冀东 | 山西 | 496.0 | 728.5 | 818.4 | 781.2 | 713.0 | 713.0 | 713.0 | 713.0 | 713.0 |
| 冀东 | 内蒙古 | 486.7 | 719.2 | 620.0 | 719.2 | 719.2 | 719.2 | 719.2 | 719.2 | 719.2 |
| 冀东 | 辽宁 | 248.0 | 232.5 | 201.5 | 217.0 | 201.5 | 201.5 | 201.5 | 201.5 | 201.5 |
| 冀东 | 吉林 | 334.8 | 440.2 | 465.0 | 378.2 | 387.5 | 387.5 | 387.5 | 387.5 | 387.5 |
| 冀东 | 黑龙江 | | | | | | | | | 223.2 |
| 冀东 | 山东 | 223.2 | 223.2 | 223.2 | 223.2 | 223.2 | 223.2 | 223.2 | 223.2 | 223.2 |
| 冀东 | 湖南 | 139.5 | 139.5 | 139.5 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 139.5 | 139.5 |
| 冀东 | 重庆 | 492.9 | 492.9 | 492.9 | 508.4 | 508.4 | 508.4 | 508.4 | 508.4 | 508.4 |
| 冀东 | 陕西 | 1,038.5 | 1,271.0 | 1,240.0 | 1,271.0 | 1,286.5 | 1,286.5 | 1,286.5 | 1,193.5 | 1,193.5 |
| 金隅 | 北京 | 530.1 | 554.9 | 570.4 | 489.8 | 393.7 | 393.7 | 300.7 | 285.2 | 285.2 |
| 金隅 | 天津 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | | 155.0 | 155.0 | 155.0 |
| 金隅 | 河北 | 1,581.0 | 1,878.6 | 2,111.1 | 2,002.6 | 2,095.6 | 2,095.6 | 2,095.6 | 2,080.1 | 2,080.1 |
| 金隅 | 山西 | 176.7 | 378.2 | 378.2 | 378.2 | 378.2 | 378.2 | 378.2 | 372.0 | 372.0 |
| 金隅 | 吉林 | | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 |
| 金隅 | 黑龙江 | 37.2 | | | | | | | | |
| 金隅 | 河南 | | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 |

资料来源：中国水泥网，中银证券

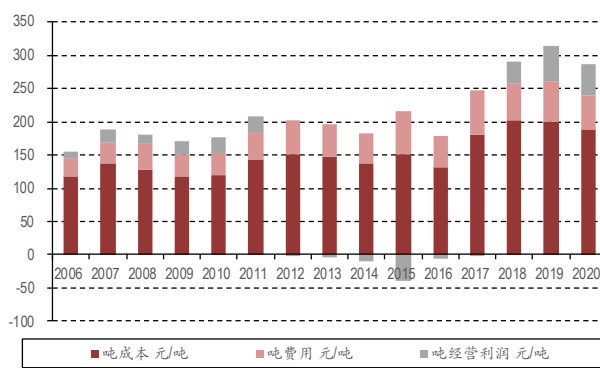
2017年后公司销量稳步增长，2018年后水泥熟料业务盈利状况明显提升：2006-2020年，销量从1,813.7万吨增长至1.07亿吨，CAGR为13.5%。2015年水泥行业景气度较低，公司销量有所下滑。2016年金隅冀东开始合并后，公司销量也没有明显增长。2017年以后，公司销量呈现平稳增长的态势。公司成本与费用波动相对较大，2017年以后吨成本在180至200元之间波动，吨费用在50-70元之间波动，最高点是2017年吨费用达到67.8元。2018年以后，随着水泥价格提升，公司盈利能力有所改善，吨经营利润(单价扣除成本和费用)稳定在30元以上，其中最高点是2019年，达到53.7元。

图表 11. 近年来公司水泥粉磨产能快速增长



资料来源：公司年报，中国水泥网，中银证券

图表 12. 公司成本管控优秀，盈利能力强大



资料来源：公司年报，中银证券

华北供需格局有望改善，区域龙头率先受益

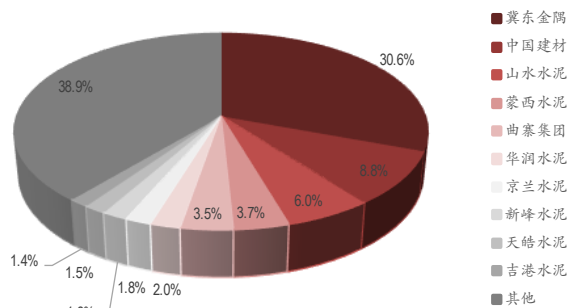
2021 年以河北省为代表的华北地区水泥行业景气度较高：2020 年下半年至 2021 年上半年，传统水泥强势区域华东和华中区域受到降雨冲击较为明显，区域内景气度有所下降。相比之下以河北省为代表的华北地区水泥行业景气度相对较高。2021 年上半年，河北省内水泥价格表现相对较为稳定，截至 2021 年 9 月初，河北省内 P·O42.5 平均价格为 390 元/吨，P·S32.5 平均价格为 350 元/吨，磨机开工率 61.7%，熟料库容比 55%；华北地区 P·O42.5 平均价格为 388 元/吨，P·S32.5 平均价格为 360 元/吨，磨机开工率 46.5%，熟料库容比 56.7%，数据显示华北地区区内下游需求强劲。

图表 13. 华北水泥综合景气度提升，好于全国



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 14. 冀东金隅产能在华北占绝对优势



资料来源：中国水泥网，中银证券

冀东金隅产能供给在河北一家独大，格局有望进一步改善：河北省内水泥熟料产能集中度并不高，但金隅冀东在河北省乃至华北地区产能都有明显的优势。公司在河北省内产能 4,764.7 万吨，占有率 49.4%；华北地区产能 7,009.1 万吨，占有率 30.6%。2021 年河北省内新增熟料产能有限。当前随着双碳目标提出，以及煤炭价格快速上涨，未来中小企业环保成本以及燃料成本都将快速提升，加速中小产能出清，利于头部企业占有率进一步提升。

图表 15. 京津冀 2021 年计划完成投资额增速仍在 10% 以上

| | 2021 年重点 项目数量 | 同增 | 2021 年重点 项目总投资 | 同增 | 2021 年计划 完成投资 | 同增 | 2020 年重点 项目数量 | 2020 年重点 项目总投资 | 2020 年计划 完成投资 |
|----|------------------|------|-------------------|--------|------------------|------|------------------|-------------------|------------------|
| | 个 | % | 亿元 | % | 亿元 | % | 个 | 亿元 | 亿元 |
| 北京 | 300.0 | 0.0 | 13,000.0 | 0.0 | 2,780.0 | 10.0 | 300.0 | 13,000.0 | 2,523.0 |
| 天津 | 650.0 | 8.0 | 17,014.0 | 4.0 | 2,005.0 | 5.0 | 602.0 | 16,360.0 | 1,910.0 |
| 河北 | 682.0 | 27.0 | 11,987.0 | (36.8) | 2,811.0 | 17.0 | 536.0 | 18,833.0 | 2,402.0 |
| 合计 | 1,632.0 | 13.5 | 42,001.0 | (12.8) | 7,596.0 | 11.1 | 1,438.0 | 48,193.0 | 6,835.0 |

资料来源：中国水泥网，中银证券

京津冀协同发展，区域内重点项目计划投资增速仍较高：围绕“京津冀协同发展”的交通网络建设，以及雄安新区建设为区域提供了需求支撑。公司作为华北水泥龙头，受益显著。今年来看，2021年北京“3个100”市重点建设工程，今年预计完成投资约2,780亿元，总投资预计超13000亿；河北省2021年重点项目预计完成投资约2,811亿元，总投资额达11,987.0亿；天津市2021年计划完成投资2,005亿元。京津冀合计计划完成投资7,596亿元，同增11.1%。

图表 16. 华北固定资产投资-建安工程表现相对较好



资料来源：公司年报，债券募集说明书，债券评级报告，中银证券

图表 17. 华北近期地产开工数据相对较好



资料来源：公司年报，债券募集说明书，债券评级报告，中银证券

华北固定资产投资与新开工数据表现好于全国，雄安新区建设有望进入加速期，河北省内水泥需求有望增长：2021年上半年，全国范围内基建投资以及地产开工数据疲软，相比之下，华北地区数据表现相对较好。华北固定资产投资-建安工程增速约为7-8%；新开工面积增速也达到接近8%，好于全国水平。根据浦东新区、滨海新区的建设经验，两个新区分别在成立后的5-8年以及4-7年达到固定资产投资总额高峰期。考虑到2021年已经是雄安新区成立的第五年，前期规划经过细致的安排，预计建设强度会在接下来的年份逐步进入高峰，对应河北省内水泥需求将在未来3-5年内有较强的保障。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入 | 34,507 | 35,480 | 39,304 | 41,856 | 43,998 |
| 销售成本 | 21,716 | 23,057 | 26,810 | 27,369 | 27,895 |
| 经营费用 | 5,946 | 5,748 | 5,424 | 5,776 | 6,072 |
| 息税折旧前利润 | 8,430 | 8,541 | 8,408 | 9,498 | 10,320 |
| 折旧及摊销 | 3,200 | 3,236 | 3,240 | 3,389 | 3,518 |
| 经营利润(息税前利润) | 5,230 | 5,305 | 5,169 | 6,109 | 6,801 |
| 净利息收入/(费用) | (1,180) | (886) | (584) | (435) | (266) |
| 其他收益/(损失) | 316 | 437 | 574 | 574 | 574 |
| 税前利润 | 4,050 | 4,419 | 4,584 | 5,673 | 6,535 |
| 所得税 | 1,349 | 1,569 | 1,582 | 1,984 | 2,319 |
| 少数股东权益 | 2,204 | 2,334 | 2,447 | 3,145 | 3,771 |
| 净利润 | 2,701 | 2,850 | 3,002 | 3,689 | 4,216 |
| 核心净利润 | 2,384 | 2,413 | 2,428 | 3,115 | 3,642 |
| 每股收益(人民币) | 1.910 | 2.016 | 2.124 | 2.610 | 2.983 |
| 核心每股收益(人民币) | 1.687 | 1.707 | 1.718 | 2.204 | 2.577 |
| 每股股息(人民币) | 1.144 | 1.611 | 0.670 | 0.820 | 0.940 |
| 收入增长(%) | 12 | 3 | 11 | 6 | 5 |
| 息税前利润增长(%) | 12 | 1 | (3) | 18 | 11 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 17 | 1 | (2) | 13 | 9 |
| 每股收益增长(%) | 82 | 6 | 5 | 23 | 14 |
| 核心每股收益增长(%) | 100 | 1 | 1 | 28 | 17 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 4,050 | 4,419 | 4,584 | 5,673 | 6,535 |
| 折旧与摊销 | 3,200 | 3,236 | 3,240 | 3,389 | 3,518 |
| 净利息费用 | 1,180 | 886 | 584 | 435 | 266 |
| 运营资本变动 | 4,536 | 4,208 | (556) | 403 | 393 |
| 税金 | 3,514 | 3,395 | 1,250 | 2,231 | 2,634 |
| 其他经营现金流 | 812 | 1,000 | (210) | (862) | (945) |
| 经营活动产生的现金流 | 8,219 | 8,728 | 10,004 | 10,463 | 11,615 |
| 购买固定资产净值 | 944 | 2,305 | 1,519 | 1,513 | 1,511 |
| 投资减少/增加 | 2,377 | (140) | (534) | (534) | (534) |
| 其他投资现金流 | 53 | 60 | 250 | 405 | 576 |
| 投资活动产生的现金流 | (3,267) | (2,105) | (735) | (574) | (401) |
| 净增权益 | (1,925) | (4,644) | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | (10,706) | (5,903) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股息 | 1,617 | 2,277 | 903 | 1,105 | 1,267 |
| 其他融资现金流 | 5,212 | 6,082 | (818) | (824) | (826) |
| 融资活动产生的现金流 | (9,036) | (6,743) | (1,721) | (1,929) | (2,092) |
| 现金变动 | (4,084) | (119) | 7,549 | 7,961 | 9,122 |
| 期初现金 | 8,792 | 5,745 | 8,738 | 16,287 | 24,247 |
| 公司自由现金流 | 4,952 | 6,623 | 9,269 | 9,889 | 11,214 |
| 权益自由现金流 | (542) | 6,802 | 8,452 | 9,066 | 10,389 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 现金及现金等价物 | 5,745 | 8,738 | 16,287 | 24,247 | 33,369 |
| 应收帐款 | 7,374 | 2,673 | 2,973 | 3,168 | 3,327 |
| 库存 | 2,872 | 2,707 | 3,007 | 3,201 | 3,361 |
| 其他流动资产 | 1,182 | 1,515 | 1,515 | 1,515 | 1,515 |
| 流动资产总计 | 17,173 | 15,632 | 23,781 | 32,131 | 41,572 |
| 固定资产 | 32,616 | 31,337 | 30,375 | 28,853 | 27,079 |
| 无形资产 | 5,208 | 5,384 | 5,205 | 5,025 | 4,846 |
| 其他长期资产 | 4,910 | 5,683 | 5,104 | 4,929 | 4,877 |
| 长期资产总计 | 42,735 | 42,404 | 40,684 | 38,808 | 36,801 |
| 总资产 | 59,908 | 58,036 | 64,465 | 70,939 | 78,374 |
| 应付帐款 | 5,106 | 4,292 | 5,012 | 5,119 | 5,220 |
| 短期债务 | 7,601 | 2,346 | 2,346 | 2,346 | 2,346 |
| 其他流动负债 | 8,964 | 6,291 | 6,728 | 6,606 | 6,431 |
| 流动负债总计 | 21,671 | 12,929 | 14,086 | 14,071 | 13,997 |
| 长期借款 | 2,375 | 4,389 | 4,389 | 4,389 | 4,389 |
| 其他长期负债 | 7,024 | 8,568 | 9,294 | 10,053 | 10,841 |
| 股本 | 1,348 | 1,348 | 1,348 | 1,348 | 1,348 |
| 储备 | 27,490 | 30,802 | 35,349 | 41,078 | 47,798 |
| 股东权益 | 28,838 | 32,149 | 36,696 | 42,425 | 49,146 |
| 少数股东权益 | 13,487 | 14,438 | 16,886 | 20,030 | 23,802 |
| 总负债及权益 | 59,908 | 58,036 | 64,465 | 70,939 | 78,374 |
| 每股帐面价值(人民币) | 10.86 | 12.53 | 14.70 | 16.62 | 18.81 |
| 每股有形资产(人民币) | 37.91 | 36.52 | 43.22 | 48.15 | 53.81 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 7.96 | 4.64 | (0.19) | (5.54) | (11.72) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|------|------|-------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 24.4 | 24.1 | 21.4 | 22.7 | 23.5 |
| 息税前利润率(%) | 15.2 | 15.0 | 13.2 | 14.6 | 15.5 |
| 税前利润率(%) | 11.7 | 12.5 | 11.7 | 13.6 | 14.9 |
| 净利率(%) | 14.2 | 14.6 | 13.9 | 16.3 | 18.2 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 0.8 | 1.2 | 1.7 | 2.3 | 3.0 |
| 利息覆盖率(倍) | 7.1 | 9.6 | 14.4 | 21.8 | 38.8 |
| 净权益负债率(%) | 39.0 | 20.4 | (0.7) | (17.6) | (32.1) |
| 速动比率(倍) | 0.7 | 1.0 | 1.5 | 2.1 | 2.7 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 7.5 | 7.1 | 6.8 | 5.5 | 4.8 |
| 核心业务市盈率(倍) | 8.5 | 8.4 | 8.4 | 6.5 | 5.6 |
| 市净率(倍) | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 价格/现金流(倍) | 4.1 | 3.1 | 2.1 | 2.0 | 1.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.0 | 1.9 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 30.4 | 27.8 | 27.9 | 27.9 | 27.9 |
| 应收帐款周转天数 | 78.0 | 27.5 | 27.6 | 27.6 | 27.6 |
| 应付帐款周转天数 | 85.8 | 67.9 | 68.2 | 68.3 | 68.3 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 59.9 | 79.9 | 31.5 | 31.4 | 31.5 |
| 净资产收益率(%) | 17.0 | 16.1 | 14.9 | 16.1 | 16.3 |
| 资产收益率(%) | 8.2 | 8.9 | 8.5 | 9.6 | 10.2 |
| 已运用资本收益率(%) | 7.6 | 7.2 | 6.4 | 6.7 | 6.6 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

300196.SZ

增持

价格: 人民币 17.72

板块评级: 强于大市

股价表现


| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|---------------|------|------|-------|------|
| 绝对 | 1.2 | 5.9 | (0.4) | 34.2 |
| 相对新华富时 A50 指数 | 6.2 | 12.9 | 1.8 | 27.1 |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 409 |
| 流通股(%) | 60 |
| 总市值(人民币 百万) | 7,242 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 75 |
| 净负债比率(%) | |
| 主要股东(%) | |
| 杨鹏威 | 42 |

 资料来源: 公司公告, 彭博, 中银证券
 以 2021 年 9 月 24 日收市价为标准

 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: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

万年青

江西布局区位优势, 省内需求有望提升

公司是江西省内水泥龙头之一, 产能集中在赣东北和赣南, 与长江流域联通, 可适当补充江浙沪需求。江西省城镇化率低于周边省份, 省内最新规划提出“一核四枢纽, 两轴四板块”的空间结构, 需求有望提升。

支撑评级的要点

- 江西省内水泥龙头, 产能集中赣东北与赣南, 成本费用管控较好: 公司是江西省五大水泥龙头之一, 熟料产能合计 1,421 万吨, 集中在赣东北和赣南。2020 年公司收入 125.3 亿, 利润 14.8 亿, 水泥熟料销量合计 2,744.3 万吨, 吨成本 169.4 元, 吨费用 16.6 元。成本费用管控能力较强。
- 江西省水泥基本自给自足, 适当补充江浙沪需求: 江西省位于长江中下游, 东西南三面分别为武夷山、罗霄山、南岭所隔, 北面通过赣江与长江流域联通, 呈半封闭环境。省内水泥自给自足略有富余。江浙沪需求缺口主要由安徽供应, 赣东北与长江联通可以作为适当补充。
- 万年青产能集中赣东北为主, 地理优势相对优越: 江西省内熟料为南方水泥、万年青、海螺水泥、亚洲水泥、红狮控股基本垄断, 2020 年五家公司产能分别为 1,531.4、1,421.4、1,054.0、892.8、775.0 万吨, 合计占比达到 82.7%。万年青作为省内龙头之一, 主要产能集中在赣东北和赣南, 能与需求最旺盛的长三角联动, 地理优势相对较为优越。
- 省内需求仍有提升空间, 景气度有望逐步提升: 在东南部省份中, 江西省城镇化率水平相对较低, 对应人均用量水平相对高于周边省份, 提升空间大。2019 年《江西省高铁经济带发展规划(2019-2025)》提出省内构建“一核四枢纽, 两轴四板块”的空间结构, 随着省内供给格局保持稳定, 需求稳步提升, 省内水泥景气度有望逐步改善。

估值

- 参考公司中报情况以及江西省内景气度, 预计 2021-2023 年收入分别为 142.4、151.8、161.9 亿元, 归母净利分别为 16.1、17.1、18.1 亿元; EPS 分别为 2.02、2.14、2.27 元。首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 煤炭价格大幅提升, 省内重点项目推进不及预期

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 11,390 | 12,529 | 14,235 | 15,184 | 16,192 |
| 变动(%) | 12 | 10 | 14 | 7 | 7 |
| 净利润(人民币 百万) | 1,369 | 1,481 | 1,613 | 1,706 | 1,813 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 1.717 | 1.857 | 2.022 | 2.140 | 2.273 |
| 变动(%) | 20.3 | 8.2 | 8.9 | 5.8 | 6.3 |
| 市场预期每股收益 | | | 2.100 | 2.240 | 2.340 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 9.7 | 9.0 | 8.2 | 7.8 | 7.3 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 10.1 | 13.8 | 5.1 | 5.4 | 5.3 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.65 | 1.21 | 3.25 | 3.09 | 3.13 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 5.5 | 5.2 | 4.6 | 4.3 | 4.1 |
| 每股股息(人民币) | 0.92 | 1.69 | 0.61 | 0.64 | 0.68 |
| 股息率(%) | 5.5 | 10.1 | 3.7 | 3.8 | 4.1 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

优秀的江西本土水泥企业

扎根江西，省内本土小龙头：公司前身为始建于1958年的江西水泥厂，1986年公司建成国内第一条新型干法生产线，1997年万年青由江西水泥厂作为独家发起人创立并于同年上市，成为江西省首家建材行业上市公司。上市后，公司走出万年县，总部迁移至南昌。2007年，公司和南方水泥合资建立江西南方万年青水泥有限公司，并以此为依托，加速在江西省内的布局。目前，公司熟料产能已经超过1,300万吨，水泥粉末产能超过2,300万吨，省内产能占有率超过20%，排名第二，是江西省内本土龙头。

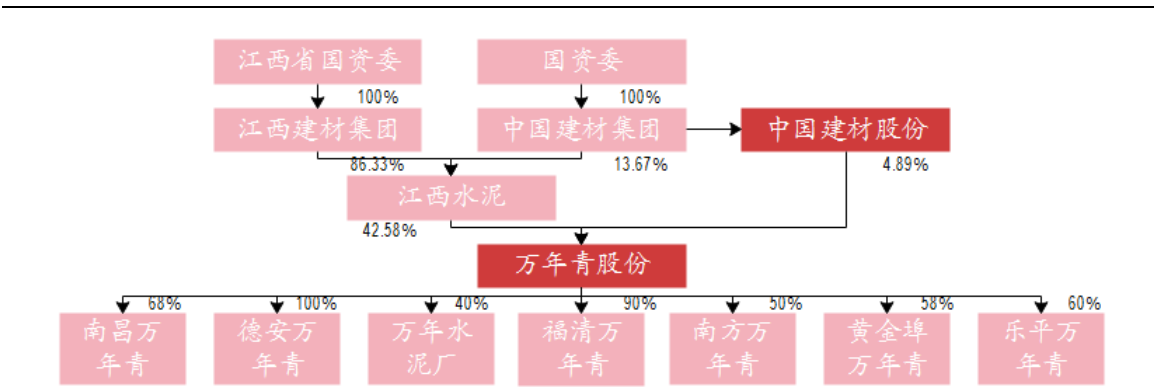
图表 1. 万年青历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

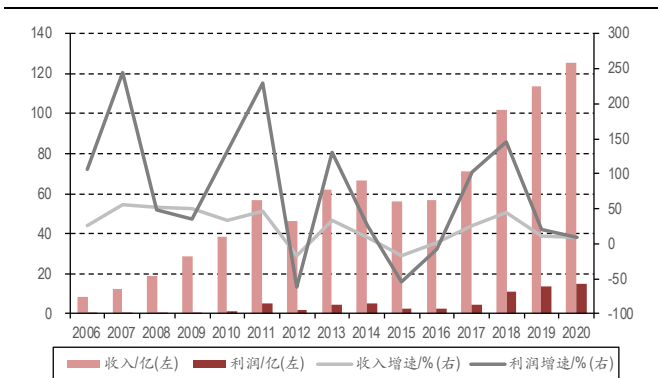
实控人为江西国资委，中国建材持有股份：公司实控人为江西国资委，江西国资委旗下江西建材集团通过江西水泥持有公司42.6%股份。中国建材也持有公司4.9%股份，同时在江西水泥持有13.7%股份。公司旗下有南昌万年青等7家一级子公司。其中南方万年青是公司 and 南方水泥合资的公司，公司持股50%且并表，是公司在省内加速布局的主要平台，也是少数股东损益的主要来源。

图表 2. 万年青股权结构图



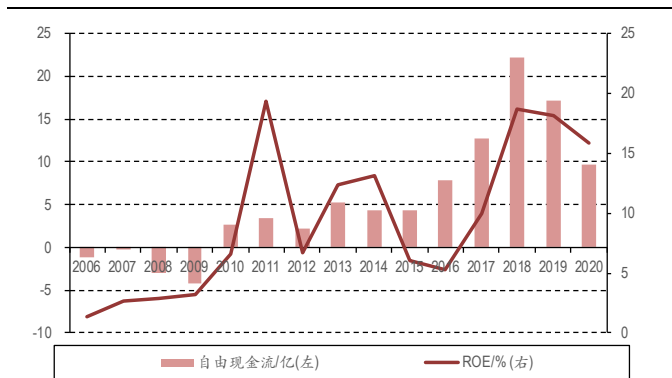
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 公司收入利润表现向好



资料来源：公司年报，中银证券

图表 4. 公司盈利能力与现金创造能力强大



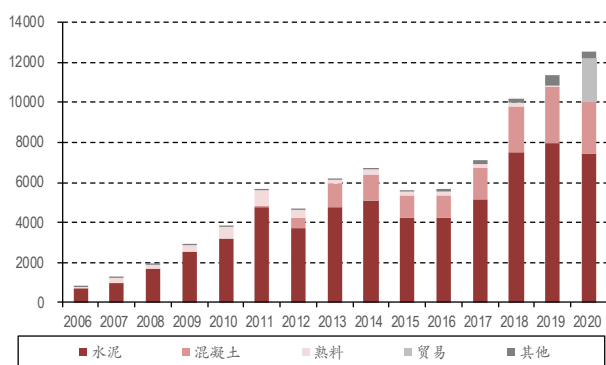
资料来源：公司年报，中银证券

公司业绩总体持续增长，2017年以来公司盈利能力与现金流表现较好：2000-2020年，公司收入从2.9亿元增长至125.3亿元，CAGR为20.7%；利润从0.4亿元增长至14.8亿元，CAGR为19.5%。上市二十余年来，公司业绩增速有一定周期性，但是总体仍保持持续增长的态势。2018年以来，随着水泥行业错峰限产执行，价格提升，公司盈利能力也有所提升，ROE稳定在15%以上，2020年ROE为15.8%；2017年以来公司自由现金流均在8亿元以上，其中2020年因长江中下游超长雨季等因素影响，公司经营受到一定冲击自由现金流有所下降为9.7亿元。

产能集中赣东北与赣南，成本费用优于多数同行

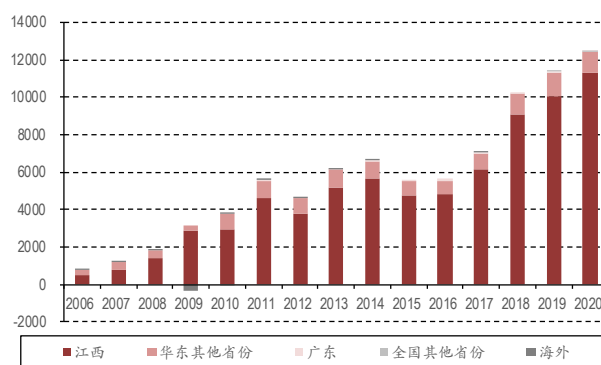
主营水泥、混凝土、物流贸易，江西、广东、华东是公司主要收入来源：水泥和熟料是公司的主要产品，2020年营收占比达59.4%。此外，公司的业务范围还覆盖混凝土销售等。2020年公司开始发展物流贸易产业，全年收入21.3亿元，销售占比达到17.0%。公司绝大多数收入来自于江西，2020年江西省内收入113.3亿元，销售占比达到90.4%；广东省以及华东其他省份是公司除了江西省的主要收入来源。

图表 5. 公司收入以水泥和熟料为主，近年发展贸易和骨料 (单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 6. 中东部地区是公司主要收入来源(单位:百万元)



资料来源：公司年报，中银证券

公司总产能1,421万吨，集中在赣东北和赣南，分别与华东市场以及粤东北市场联动：据中国水泥网，2020年底公司熟料产能合计1,421万吨，在江西省内仅次于南方水泥。具体分布在上饶、景德镇、九江、赣州四个城市，熟料产能分别为630.5、170.5、57.3、558.0万吨。公司产能集中在赣东北和赣南，其中赣东北可以通过长江水运和华东市场联动；赣南和粤东北市场联动。

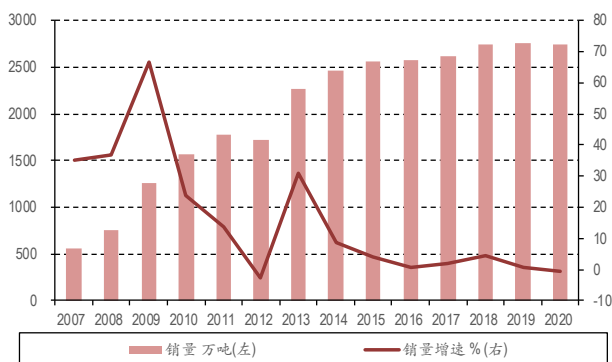
图表 7. 公司在上饶、赣州、景德镇、九江有 14 条产线合计 1,421 万吨熟料产能(单位:万吨)

| 城市 | 基地 | 投产年份 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 上饶 | 本部 | 1986 | 62.0 | 62.0 | 62.0 | 62.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 |
| | | 2000 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 62.0 | 62.0 | 62.0 | 62.0 | 62.0 | 62.0 |
| | | 2008 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 | 93.0 |
| | 玉山 | 2010 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 |
| | | 2003 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 |
| 赣州 | 三清 | 2004 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 |
| | | 2018 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 |
| | 瑞金 | 2004 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 |
| | | 2009 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 | 155.0 |
| | | 于都 | 2014 | | | | 155.0 | 170.5 | 170.5 | 170.5 | 170.5 | 170.5 | 170.5 |
| 九江 | 市区 | 2016 | | | | | | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 | 77.5 |
| | | 南方 | 46.5 | 46.5 | 46.5 | 46.5 | | | | | | | |
| | 德安 | 2020 | | | | | | | | | | | 57.3 |
| 合计 | | 1,147.0 | 1,147.0 | 1,147.0 | 1,147.0 | 1,209.0 | 1,209.0 | 1,286.5 | 1,286.5 | 1,364.0 | 1,364.0 | 1,421.3 | |
| 单线产能 | | 95.6 | 95.6 | 95.6 | 95.6 | 109.9 | 109.9 | 107.2 | 107.2 | 104.9 | 104.9 | 101.5 | |

资料来源：中国水泥网，中银证券

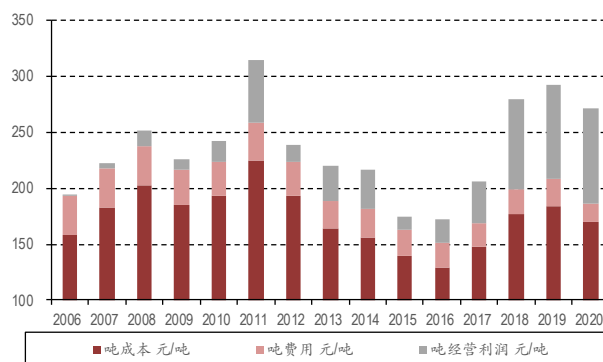
近年来公司水泥销量趋稳，吨成本、吨费用、吨利润等指标表现优于多数同行：2006-2020年，公司水泥熟料销量从410.6万吨增长至2,744.3万吨，CAGR为14.5%，最近几年随着公司熟料产能总体问题，水泥销量趋于稳定。2020年受到长江中下游超长雨季等一系列因素影响，公司水泥熟料销量有所下滑，同比下降0.5%。2018年以来，随着水泥行业错峰限产的推进，公司产品价格有所提升，2018-2020年均价都保持在270元以上。2020年均价有所回落，为271.4元；吨成本和费用分别为169.4、16.6元；吨经营利润为85.4元。公司地处赣东北与华东市场联动，具有一定地缘优势，成本低于多数同行，吨利润表现也优于同行。

图表 8. 近年来公司水泥销量趋稳



资料来源：公司年报，中国水泥网，中银证券

图表 9. 公司成本管控优秀，近年来吨盈利明显提升

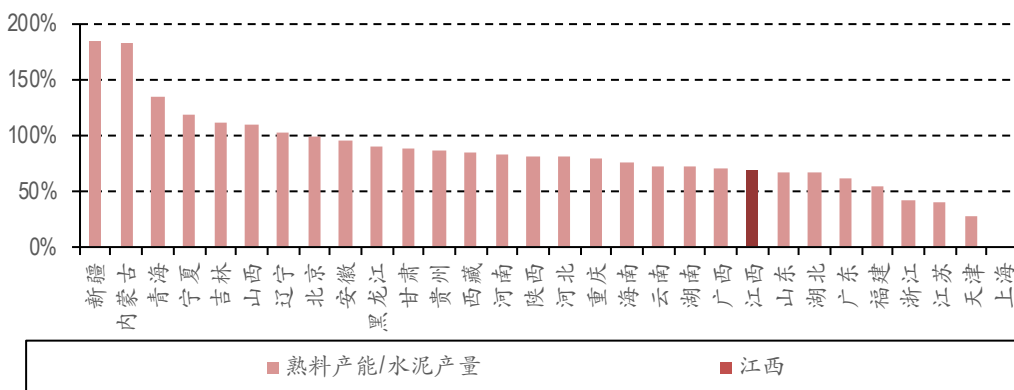


资料来源：公司年报，中银证券

地理区位优势，省内需求可提升

江西省水泥基本可以实现自给自足，适当补充江浙沪需求：江西省位于长江中下游，东西南三面分别为武夷山、罗霄山、南岭所隔，北面通过赣江与长江流域联通，呈现半封闭的地理环境。我们以熟料产能/水泥产量来衡量各个省份的水泥自给率水平。新疆、内蒙、青海、宁夏等省份有较为明显的产能过剩。江浙沪排名垫底，是较为典型的需求旺盛供给不足的省份。江西省为68.4%，基本上自给自足略有富余。江浙沪的需求缺口主要由安徽供应，江西东北与长江联通可以作为适当补充。

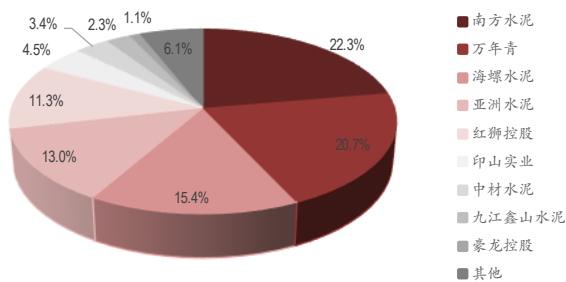
图表 10. 江西省水泥产量基本自给自足



资料来源：公司公告，中银证券

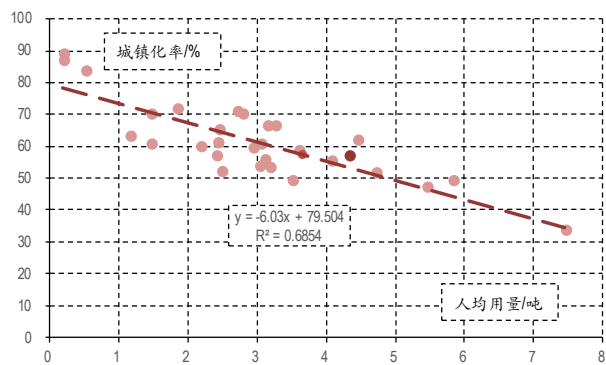
万年青是省内五大寡头之一，产能集中赣东北为主，地理优势相对较为优越：江西省内熟料为五大寡头基本垄断：南方水泥、万年青、海螺水泥、亚洲水泥、红狮控股，五家公司产能分别为1,531.4、1,421.4、1,054.0、892.8、775.0万吨，合计占比达到82.7%。万年青作为省内龙头之一，主要产能集中在赣东北和赣南，能与需求最旺盛的长三角联动，地理优势相对较为优越。

图表 11. 万年青是省内水泥寡头之一



资料来源：金风科技官网，国家统计局，中银证券

图表 12. 江西省人均用量与城镇率水平匹配



资料来源：GE，中银证券

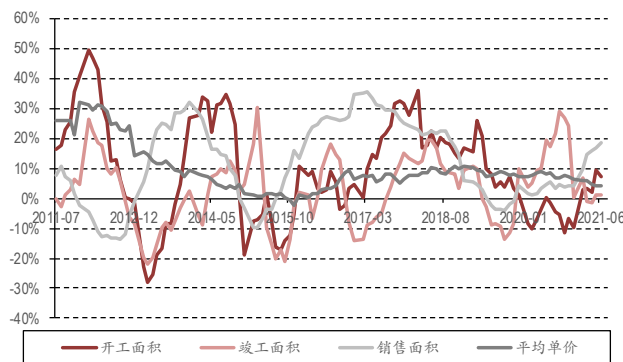
人均需求水平与城镇化对应，但相比周边省份城镇化水平低：参照国内外和不同地区数据，人均水泥用量和城镇率发展水平有密切关系。参照城镇化率水平，江西省人均用量处于正常水平。不过在东南部省份中，江西省城镇化率水平相对较低，未来还有较多基础设施建设项目可推动，对应人均用量水平相对高于周边省份，未来需求提升空间高于周边省份。

图表 13. 江西省内固定资产投资-建安工程平稳向好



资料来源：公司年报，债券募集说明书，债券评级报告，中银证券

图表 14. 江西省内地产开工增速小幅回升



资料来源：公司年报，债券募集说明书，债券评级报告，中银证券

省内高铁经济发展规划出台，投资需求向好：2019年《江西省高铁经济带发展规划(2019-2025)》提出省内构建“一核四枢纽，两轴四板块”的空间结构。一核指南昌，加快构建“米”高铁结构；四枢纽指统筹高铁通道建设、建设赣州、九江、上饶、萍乡四大枢纽；两轴指的是强化京九高铁和沪昆高铁“十字”布局；四板块指潜力建设南昌、赣南、赣东北、赣西四大区域城市圈。2021年，江西固定资产投资增速以及新开工面积增速均稳步上行，表现好于全国。我们认为随着省内供给格局保持稳定，需求稳步提升，省内水泥景气度有望逐步改善。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入 | 11,390 | 12,529 | 14,235 | 15,184 | 16,192 |
| 销售成本 | 7,797 | 9,003 | 10,504 | 11,206 | 11,958 |
| 经营费用 | 986 | 779 | 826 | 881 | 939 |
| 息税折旧前利润 | 2,426 | 2,561 | 2,889 | 3,069 | 3,243 |
| 折旧及摊销 | 406 | 418 | 622 | 706 | 787 |
| 经营利润(息税前利润) | 2,020 | 2,143 | 2,267 | 2,363 | 2,456 |
| 净利息收入/(费用) | (33) | 2 | 30 | 82 | 157 |
| 其他收益/(损失) | 46 | 108 | 114 | 114 | 114 |
| 税前利润 | 1,987 | 2,145 | 2,297 | 2,445 | 2,613 |
| 所得税 | 618 | 664 | 685 | 739 | 800 |
| 少数股东权益 | 686 | 716 | 745 | 840 | 944 |
| 净利润 | 1,369 | 1,481 | 1,613 | 1,706 | 1,813 |
| 核心净利润 | 1,323 | 1,373 | 1,499 | 1,592 | 1,699 |
| 每股收益(人民币) | 1.717 | 1.857 | 2.022 | 2.140 | 2.273 |
| 核心每股收益(人民币) | 1.659 | 1.722 | 1.880 | 1.997 | 2.131 |
| 每股股息(人民币) | 0.923 | 1.690 | 0.610 | 0.640 | 0.680 |
| 收入增长(%) | 12 | 10 | 14 | 7 | 7 |
| 息税前利润增长(%) | (16) | 6 | 6 | 4 | 4 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (15) | 6 | 13 | 6 | 6 |
| 每股收益增长(%) | 20 | 8 | 9 | 6 | 6 |
| 核心每股收益增长(%) | 9 | 4 | 9 | 6 | 7 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|-------|-------|---------|
| 税前利润 | 1,987 | 2,145 | 2,297 | 2,445 | 2,613 |
| 折旧与摊销 | 406 | 418 | 622 | 706 | 787 |
| 净利息费用 | 33 | (2) | (30) | (82) | (157) |
| 运营资本变动 | (26) | (108) | (390) | 10 | 242 |
| 税金 | 1,306 | 1,266 | 376 | 461 | 546 |
| 其他经营现金流 | (1,305) | (1,698) | (282) | (309) | (331) |
| 经营活动产生的现金流 | 2,453 | 2,237 | 3,373 | 3,212 | 3,216 |
| 购买固定资产净值 | 978 | 1,499 | 1,008 | 1,007 | 1,007 |
| 投资减少/增加 | (35) | (30) | (104) | (104) | (104) |
| 其他投资现金流 | 206 | 198 | 121 | 157 | 186 |
| 投资活动产生的现金流 | (738) | (1,271) | (783) | (747) | (717) |
| 净增权益 | 16 | 95 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | (606) | (250) | 0 | (300) | (562) |
| 支付股息 | 957 | 1,348 | 486 | 510 | 542 |
| 其他融资现金流 | 87 | 1,416 | (89) | (74) | (29) |
| 融资活动产生的现金流 | (1,460) | (87) | (575) | (884) | (1,133) |
| 现金变动 | 255 | 879 | 2,014 | 1,582 | 1,366 |
| 期初现金 | 2,763 | 4,015 | 5,040 | 7,054 | 8,636 |
| 公司自由现金流 | 1,715 | 966 | 2,589 | 2,466 | 2,499 |
| 权益自由现金流 | 1,196 | 2,132 | 2,500 | 2,092 | 1,908 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 现金及现金等价物 | 4,015 | 5,040 | 7,054 | 8,636 | 10,001 |
| 应收帐款 | 699 | 758 | 870 | 931 | 995 |
| 库存 | 441 | 544 | 611 | 647 | 685 |
| 其他流动资产 | 224 | 319 | 319 | 319 | 319 |
| 流动资产总计 | 5,379 | 6,661 | 8,855 | 10,533 | 12,001 |
| 固定资产 | 3,689 | 5,521 | 6,043 | 6,424 | 6,706 |
| 无形资产 | 1,621 | 1,627 | 1,572 | 1,518 | 1,464 |
| 其他长期资产 | 1,117 | 1,095 | 1,014 | 989 | 982 |
| 长期资产总计 | 6,427 | 8,242 | 8,629 | 8,931 | 9,152 |
| 总资产 | 11,806 | 14,903 | 17,484 | 19,463 | 21,152 |
| 应付帐款 | 886 | 1,598 | 1,865 | 1,990 | 2,124 |
| 短期债务 | 1,002 | 802 | 802 | 502 | 0 |
| 其他流动负债 | 1,162 | 1,014 | 1,317 | 1,579 | 1,807 |
| 流动负债总计 | 3,050 | 3,414 | 3,984 | 4,071 | 3,931 |
| 长期借款 | 130 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 其他长期负债 | 1,103 | 2,062 | 2,201 | 2,059 | 1,672 |
| 股本 | 797 | 797 | 797 | 797 | 797 |
| 储备 | 6,726 | 8,549 | 10,421 | 12,456 | 14,671 |
| 股东权益 | 7,523 | 9,347 | 11,218 | 13,254 | 15,469 |
| 少数股东权益 | 2,458 | 2,954 | 3,700 | 4,539 | 5,484 |
| 总负债及权益 | 11,806 | 14,903 | 17,484 | 19,463 | 21,152 |
| 每股帐面价值(人民币) | 6.35 | 8.02 | 9.43 | 10.93 | 12.52 |
| 每股有形资产(人民币) | 9.45 | 16.16 | 19.47 | 22.02 | 24.20 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (1.72) | (2.63) | (4.98) | (7.52) | (10.35) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 21.3 | 20.4 | 20.3 | 20.2 | 20.0 |
| 息税前利润率(%) | 17.7 | 17.1 | 15.9 | 15.6 | 15.2 |
| 税前利润率(%) | 17.4 | 17.1 | 16.1 | 16.1 | 16.1 |
| 净利率(%) | 18.0 | 17.5 | 16.6 | 16.8 | 17.0 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 2.6 | 3.1 |
| 利息覆盖率(倍) | 73.2 | 1460.6 | 95.7 | 37.5 | 20.6 |
| 净权益负债率(%) | (23.7) | (22.4) | (35.4) | (45.2) | (53.3) |
| 速动比率(倍) | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 2.4 | 2.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 9.7 | 9.0 | 8.2 | 7.8 | 7.3 |
| 核心业务市盈率(倍) | 10.0 | 9.7 | 8.9 | 8.3 | 7.8 |
| 市净率(倍) | 2.6 | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 1.3 |
| 价格/现金流(倍) | 10.1 | 13.8 | 5.1 | 5.4 | 5.3 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 5.5 | 5.2 | 4.6 | 4.3 | 4.1 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 14.1 | 15.8 | 15.7 | 15.5 | 15.4 |
| 应收帐款周转天数 | 22.4 | 22.1 | 22.3 | 22.4 | 22.4 |
| 应付帐款周转天数 | 41.5 | 64.8 | 64.8 | 64.8 | 64.8 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 53.8 | 91.0 | 30.2 | 29.9 | 29.9 |
| 净资产收益率(%) | 27.3 | 23.5 | 21.0 | 19.2 | 17.8 |
| 资产收益率(%) | 17.4 | 14.7 | 13.5 | 13.1 | 13.0 |
| 已运用资本收益率(%) | 14.3 | 12.0 | 11.1 | 10.4 | 9.9 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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