

水泥制造

证券研究报告
2021年12月02日

重视“双碳双控”下供给格局改善机会

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
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《水泥制造-行业研究周报:需求难有起色,价格延续跌势》2021-11-28
- 《水泥制造-行业研究周报:后期价格回落区域仍以南方为主》2021-11-21
- 《水泥制造-行业研究周报:地产预期继续好转,建议关注水泥投资机会》2021-11-14

“双碳”或率先改善行业竞争格局,估值有望修复

我们认为水泥受“双碳”影响最大,或率先改善供给格局,22年纳入碳交易后,碳税+减排改造加剧小企业成本压力,龙头竞争优势凸显,有望通过兼并收购进一步扩张,话语权增强,价格中枢有望逐步抬升。当前水泥估值仍处底部位置,PE(TTM)/PB(LF)仅为8.1/1.0倍,PE处于18年后20.4%分位,PB处于1.0%分位,仍位于底部区域。推荐华新水泥(骨料、海外水泥业务增长空间大)、上峰水泥(区域供需格局相对更优,水泥+业务潜力大)、海螺水泥(水泥行业纳入碳交易后可能最受益)。

22年水泥有望纳入全国碳交易,小企业或面临生存危机

2020年水泥行业二氧化碳排放占整个建材行业比重达83%,是排放量最大的子行业,减排压力大。22年有望纳入全国碳交易市场,参考前期试点经验,配额计算方法可能以基准线法为主(实际产量*行业排放基准值*减排因子),意味着产能利用率高/排放更低的企业竞争优势更大,小企业被迫减产或购买碳汇,从全国7个地方试点运行情况看,近两年加权平均碳价约在40元/吨左右,而海外碳配额价格已高达50-60欧元/吨,且碳配额逐年收紧,小企业迫于成本压力或将加快出清,利好龙头份额提升,且区域话语权进一步增强,提升价格传导能力,价格中枢有望继续上移。

政策要求25年水泥标杆产能占比超过30%,小产线加快退出

国家发改委发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》,其中规定水泥熟料单位产品综合能耗的基准水平为117kg标煤/吨,标杆水平为100kg标煤/吨,根据国家发改委等部门指导意见要求,到2025年水泥等重点行业达到标杆水平的产能比例超过30%。在某头部水泥企业公布的37家子公司中,达到标杆水平的仅有6家,大规模的生产线相较于小规格生产线来说,能耗明显更低,若要实现2025年目标,对现有产能的能耗仍需进一步降低。根据我们统计,水泥行业2500吨/日及以下的产线年产能达4.58亿吨,占行业总产能比重约为26%,其中西南地区最多,达1.3亿吨,其次为华东,我们预计未来小产线将逐步退出。若按1.5:1的置换比例,则行业产能最低将净缩减1.5亿吨,占当前产能的比重达8.6%。

当前盈利好于去年,看好基建/地产需求边际回暖

截至上周末全国水泥价格584元/吨,较10月份高位回落近40元/吨,但同比仍高127元/吨,且受益煤炭价格大幅下滑,当前水煤价差同比高60元/吨,反映企业盈利情况好于去年。我们认为未来1-2月水泥价格可能仍有小幅调整,但大幅回落可能性不大,22年开年价格高起点。需求端预期22年Q1基建端出现边际好转,地产端底部回暖,需求有望开始改善,中长期需求虽呈缓慢下滑态势,但碳减排背景下供给端改善幅度可能更大,龙头企业盈利仍有望实现增长。

风险提示: 水泥纳入碳交易进度不及预期、需求持续下滑、煤炭价格上涨等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-12-01	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600801.SH	华新水泥	18.04	买入	2.69	3.13	3.63	4.16	6.71	5.76	4.97	4.34
000672.SZ	上峰水泥	17.74	买入	2.49	3.09	3.60	4.08	7.12	5.74	4.93	4.35
600585.SH	海螺水泥	36.65	买入	6.63	6.98	7.59	7.98	5.53	5.25	4.83	4.59
000789.SZ	万年青	11.46	买入	1.86	2.24	2.62	2.96	6.16	5.12	4.37	3.87

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com