

供给格局再平衡 价值回归之帆已扬

——水泥行业深度



评级 增持（首次）

2023年02月13日

曹旭特 分析师
SAC 执业证书编号：S1660519040001刘宇栋 研究助理
SAC 执业证书编号：S1660121110016

投资摘要：

水泥行业当前估值与短周期里盈利水平匹配，却与长期视角里的盈利周期性回升背离，潜在盈利上行趋势有望带来水泥股价值回归。水泥行业 ROE 是 PB 估值的锚，历次的超额行情均由盈利周期上行驱动。过去两年行业受到需求、竞争格局、能源成本多维度冲击，行业单季度 ROE 跌至 2% 以下，与之对应的 PB 估值降至历史低位附近。然而这一低估状态忽视了行业潜在的盈利周期性回升。

盈利能力周期性回归源自于以下多个因素的周期性变化，需求、成本为外生性不可控因素，供给端格局是行业内生变量。当前核心矛盾或在于供给端格局再平衡，线索是行业并未因外因整体丧失定价权，2022 年需求下滑明显的贵州、吉林、山西等地区水泥均价反而显著上涨，而需求小幅下滑的华东、中南地区价格反而明显下降，显示矛盾更多是内生的。

外生性因素：虽不可控但已经处在短周期里的极端位置，有望迎来回归。需求侧：水泥需求大体与开工周期同向波动。地产有望在积极的政策基调下实现弱复苏，而固定资产投资将继续在外需下行周期里带来强有力支撑，水泥需求不必边际再悲观。成本端：煤炭价格远超过去十五年中枢水平，周期性回归只待时间。

内生性因素：供给端格局需要再平衡，但竞争的禀赋并未发生改变，当前已处在变化的节点。2016 年供给侧改革以来行业开启的去产能及去产量措施赋予了水泥一轮强劲的盈利上行周期，产能总体过剩但供给较好匹配需求。本轮需求下行期放大了供给仍然过剩、份额不再均衡的矛盾，但水泥特有的区域份额集中、窑炉启停灵活等供给侧禀赋并未发生改变，格局阶段性重塑但不改变盈利前景。

- ◆ **产能格局再平衡：**行业产能早已经过剩，但利益驱使下部分企业异地置换新建熟料产能，扩张自身份额同时破坏区域的供需平衡，需求向下时新增供给加重过剩的矛盾。未进行新建的企业损失份额，过去供给端稳态自然被打破。而本轮盈利周期低谷里的财务约束将重塑恶性竞争企业的扩张行为。
- ◆ **产量约束再平衡：**行业自 2017 年以来开启的错峰生产有效实现去产量，而需求下行期维持以往供需平衡需要自律的企业舍弃更多份额。我们注意到近两年区域龙头的销量增速普遍低于主要经营区域，这在完全竞争市场中并不存在。因此产量约束也需要重塑，转机正在发生：第一错峰生产计划有所增加，第二部分地区监督错峰生产的部门从水泥协会迁移至工信部门，执行有望趋严。从产量结果上看有望更好匹配需求。
- ◆ **外部水泥流入暂缓：**区域间价差引起的水泥熟料流动及海外水泥熟料输入冲击区域内的供给平衡，近期已发生显著变化：区域间流动及外部输入大幅减少。

水泥企业长期复利可通过有合理回报的资本配置实现：海外扩张、国内并购、产业外延等领域均有望使得水泥企业的在手资本获得合理回报，实现利润持续增长、话语权继续加强。

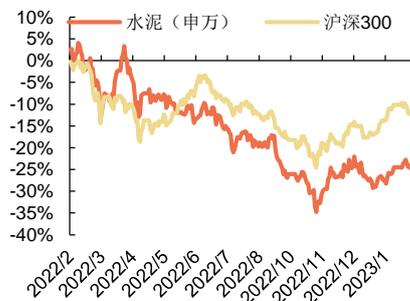
投资策略：当下重要的是充分理解长效机制与短期竞争对资产定价的影响。企业间的博弈虽然导致短期盈利的低迷但必然会换来格局的再平衡，恶性竞争对手的扩张行为将被终结，行业的供给稳态有望回归。与此同时，龙头的股价却出现了超过行业的下跌幅度，市场似乎忽略了对主动权的定价而将矛盾集中在了短期盈利或是需求预期上。与之对应的是，格局再平衡后龙头有望取得更为显著的涨幅。曙光未明之时正是逆向投资者布局良机，我们建议布局海螺水泥，关注华新水泥。

风险提示：固定资产投资萎缩，房地产复苏不及预期，煤炭价格继续上行。

行业基本资料

股票家数	25
行业平均市盈率	9.6
6 场平均市盈率	18.16

行业表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、东方雨虹首次覆盖报告：《雨作决河 倾虹若万峰来》2022-11-09
- 2、外加剂行业深度：《稳增长助力景气提升 行业将迎来强现实》2022-06-29

内容目录

1. 水泥估值水平与长期盈利潜力背离	4
2. 水泥行业基本面—近期供需双弱	6
3. 盈利周期往复-竞争格局的再平衡	9
3.1 合久必分 分久必合	10
3.1.1 产能格局失衡与再平衡	11
3.1.2 产量结构失衡与再平衡	14
3.1.3 水泥区域间流动影响大幅减弱	16
3.2 成本周期性运行带来阶段性盈利困境	17
4. 需求侧仍具有前景	18
4.1 短期前景：地产端弱复苏 基建强支撑	18
4.2 中长期前景：规划显示建设需求充足	19
5. 水泥行业的前景：出海、并购、产业外延	21
5.1 海外扩张	22
5.2 国内并购	22
5.3 产业外延	23
5.3.1 骨料加码：空间错位与规模错位确保利润率	23
6. 投资策略：深度低估源自线性理解	27
7. 风险提示	27

图表目录

图 1：水泥制造指数（857111.SI）涨跌幅与 ROE	4
图 2：海螺水泥相对市场估值与 ROE 高度相关（%）	4
图 3：华新水泥相对市场估值与 ROE 高度相关（%）	4
图 4：天山股份水泥相对市场估值与 ROE 高度相关（%）	5
图 5：冀东股份水泥相对市场估值与 ROE 高度相关（%）	5
图 6：水泥板块盈利周期（%）	5
图 7：水泥需求与固定资产投资开工周期相关	6
图 8：2022 年水泥熟料产能利用情况	7
图 9：六大区域水泥熟料产能集中度（CR4）	8
图 10：近 6 年前十大水泥熟料企业产能格局（万吨/年）	9
图 11：多数地区产量与价格趋势出现背离	10
图 12：主要水泥企业市场份额（销量口径）	11
图 13：各地区近五年新投产水泥熟料产能（万吨/年）	12
图 14：2017-2022 年全国新增水泥熟料产能排名	12
图 15：红狮资本支出/（折旧及摊销）领先于行业	13
图 16：红狮在建工程占固定资产比例领先行业	13
图 17：水泥企业经营净现金流（亿元）	13
图 18：水泥企业非筹资性现金净流量与流动负债的比率（%）	13
图 19：水泥企业资产负债率	14
图 20：水泥企业现金比率	14
图 21：海螺近期销量增速低于主要经营区域需求	14
图 22：冀东近期销量增速低于主要经营区域需求	15
图 23：华新近期销量增速低于主要经营区域需求	15
图 24：2023 年错峰生产计划有所提高（天数）	15
图 25：华东东北价差结构改变（元/吨）	17
图 26：水泥进口量大幅收缩（万吨）	17
图 27：煤炭价格不利于水泥盈利水平（元/吨）	17
图 28：海螺水泥熟料燃料成本显著提升（元/吨）	18
图 29：预计开工拐点出现在销售拐点后 5-7 个月	18
图 30：投资周期与出口周期逆向	19
图 31：重点地区综合交通体系投资额（亿元）	20
图 32：新增高速公路规划	20
图 33：新增铁路里程规划	21
图 34：新增高速铁路规划	21
图 35：水泥制造企业在手现金充裕（亿元）	21
图 36：水泥资本开支周期滞后于盈利周期	22
图 37：2022 年末中国水泥企业海外水泥熟料产能布局（万吨/年）	22
图 38：水泥制造行业无形资产占总资产比例	23
图 39：主要水泥企业骨料毛利率（%）	23
图 40：22 年 9 月湖北各市州 2mm 碎石含税价（元）	23

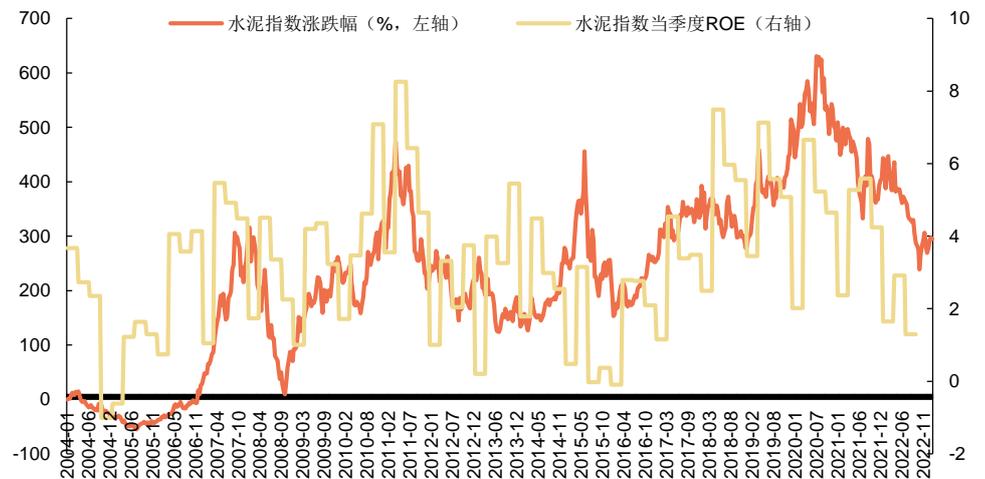
图 41: 2021 年各地区骨料需求 (万吨)	24
图 42: 华东华南地区主要省份建筑石料 2025 年规划年开采量 (亿吨)	24
图 43: 湖北省 (2025) 机制砂石产能规划 (万吨/年)	26
表 1: 水泥行业供给端主要去产能及去产量政策	8
表 2: 红狮集团主要在建项目及后续开支情况 (亿元)	14
表 3: 2023 年部分地区错峰生产计划	16
表 4: 城镇化长期前景	19
表 5: 各地方十四五综合交通体系规划梳理	20

1. 水泥估值水平与长期盈利潜力背离

水泥行业当前估值与短周期里盈利水平匹配，却与长期盈利周期性回升背离，潜在盈利上行趋势有望带来水泥股价值回归。

水泥行业的涨跌由其 ROE 周期驱动，盈利能力是水泥权益定价的关键因素。除 14、15 年，水泥行业历次上涨阶段均伴随 ROE 触底回升。类似于所有权益资产，水泥阶段性虽然也会有预期主导行情，往往出现在政策转向窗口，但通常持续性欠佳。考虑到历史上盈利能力周期性波动对水泥行情的影响，我们将研究的重点聚焦于此。

图1：水泥制造指数（857111.SI）涨跌幅与 ROE



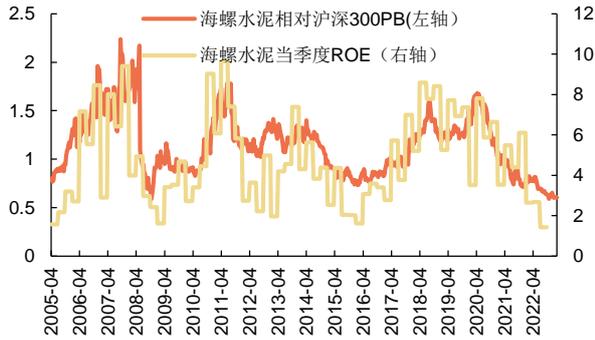
资料来源：Wind，申港证券研究所

水泥的超额收益由 ROE 上行驱动，这一线索在个股层面同样成立。从涨跌幅出发研究估值体系难免受到市场整体情绪影响，不适宜的观察期会导致结论偏离估值的本质，例如 14-15 年水泥行业在自身盈利周期下行时录得巨额涨幅，但考虑到市场整体的巨大涨幅，水泥行业在这一期间并没有超额收益。为剔除市场因素对水泥资产定价的影响，探究水泥资产定价的根本逻辑，我们采取个股 PB 相对于沪深 300 PB 来观察。我们发现水泥权益资产的定价较好符合 PB—ROE 框架，即其相对于市场整体的 PB 水平随 ROE 周期波动。

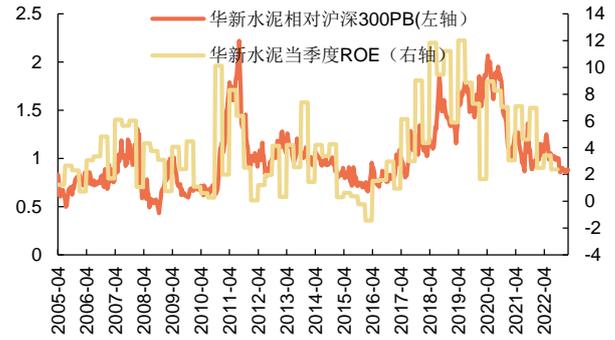
我们选取四家重点水泥企业进行分析，海螺、华新、天山、冀东相对于沪深 300 的 PB 水平与其 ROE 周期几乎重合。过去一年行业受到需求、供给格局、成本端的多维度冲击，以海螺为首的一众龙头单季度 ROE 下降至 2% 以下，行业整体 ROE 降至 1% 左右，权益资产下跌至与短期盈利水平匹配的位置。

图2：海螺水泥相对市场估值与 ROE 高度相关 (%)

图3：华新水泥相对市场估值与 ROE 高度相关 (%)

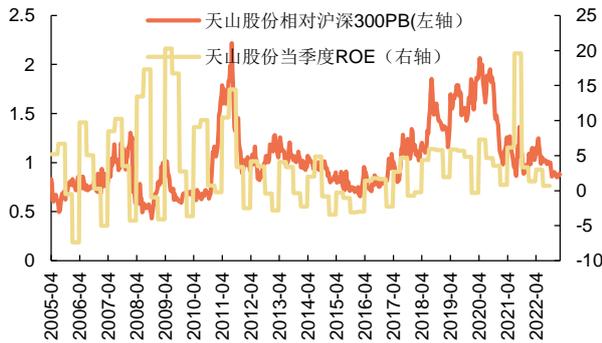


资料来源: Wind, 申港证券研究所



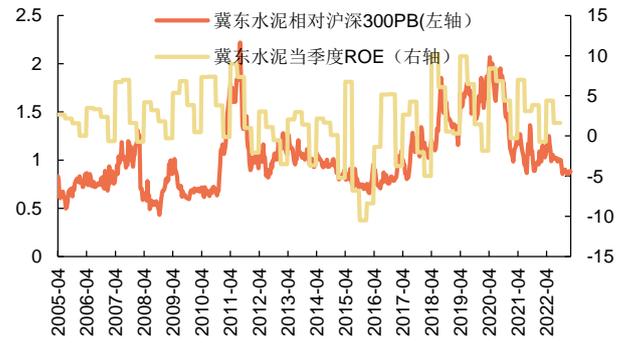
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图4: 天山股份水泥相对市场估值与 ROE 高度相关 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图5: 冀东股份水泥相对市场估值与 ROE 高度相关 (%)

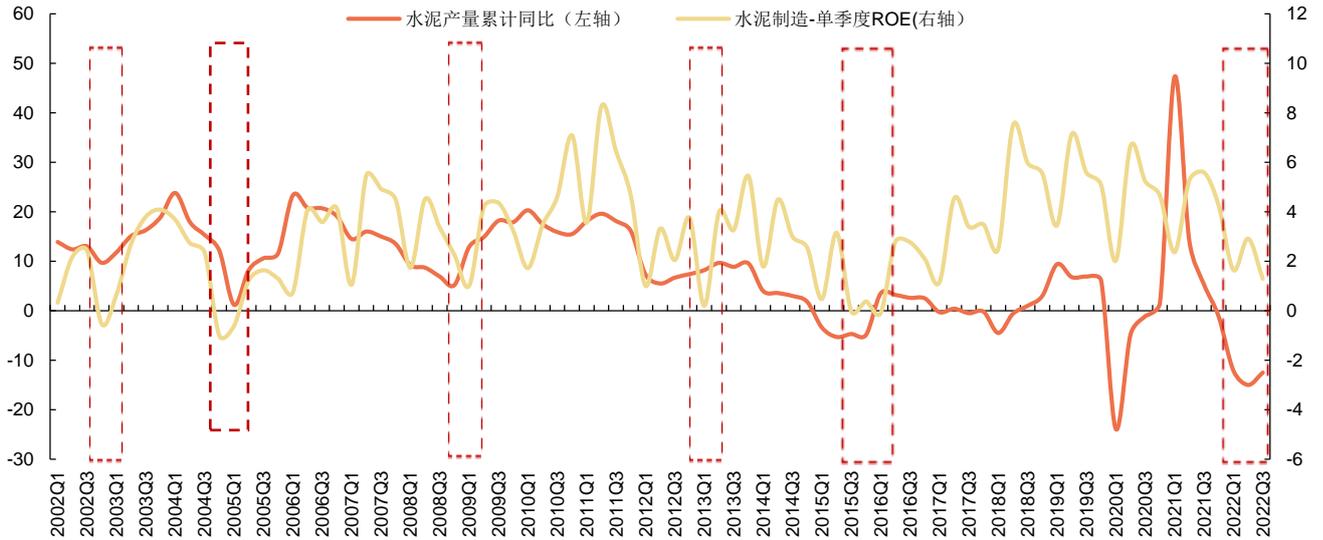


资料来源: Wind, 申港证券研究所

考虑到企业估值终归是长周期里现金流的贴现，市场对短期盈利困境的充分反馈有望随时间推移得到修正。水泥行业的高分红特征带来一定类债券属性，分红起到类似于债券票息的作用，使得短期盈利对股票价格撬动非常明显。

拉长时间线水泥行业的盈利能力是周期性运行的，核心因素在于供给端格局的再平衡。盈利周期波动是供需再平衡的结果，虽然行业的需求预期偏负面（或许证伪），但供给端企业间的博弈与竞争却必然是周期性变化的。当行业再次逼近亏损区间时，供给端格局有望再次向促使盈利周期回摆的方向演化。在此基础上，水泥企业有望获得伴随盈利能力回升而来的市值修复。

图6: 水泥板块盈利周期 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

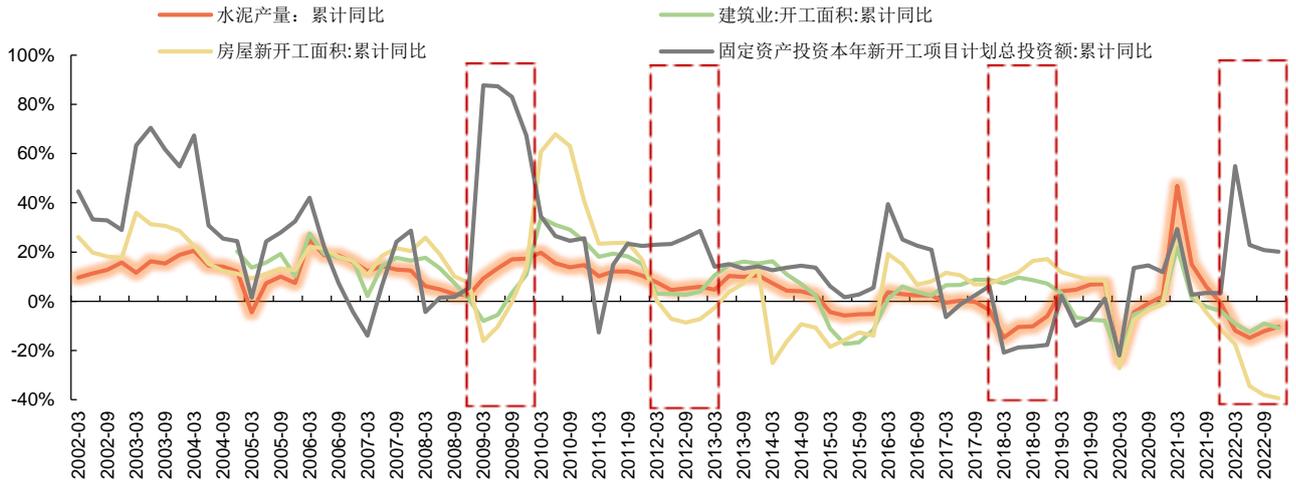
过去数轮水泥行业的季度盈利低谷通常仅持续 1-3 个季度，即净利率低于 1% 或 ROA 低于 0.5% 的状态，如 2004Q4-2005Q1、2015Q3-2016Q1；极端盈利水平持续时间并不长，背后有水泥供给端区域格局、灵活性等结构性因素。这一轮盈利周期低谷中变化更为剧烈的是需求，供给端格局再平衡的结构性因素并未发生变化，格局的积极变化或许就在不远处，届时盈利周期的重新回摆也值得期待。

2. 水泥行业基本面—近期供需双弱

水泥需求来自于固定资产投资，其中主要的拉动项有各类型基础设施、房地产、农村自建房等。供应端主要有熟料及粉磨两个环节，我们的供给端分析侧重在熟料端。

水泥需求大体与固定资产投资开工周期同向波动。当基建与地产的开工周期同方向运行时，水泥需求波动方向非常清晰。而当二者趋势背离时，水泥需求增速大体处在基建与建筑业增速之间的位置，仅凭借地产周期出发无法完整刻画水泥的周期性波动。典型的例子如 2009 年“四万亿”，2012 年地产周期低谷，2018 年地方去隐债时，在这些时间里公共投资与地产的趋势显著背离，水泥需求增速大体呈现为二者共同作用的结果。2022 年同样是基建与地产显著背离的一年，这一年地产开工面积下降 39%，固定资产投资新开工项目总投资额同比增长 20%，在二者的共同作用下全年水泥产量同比下降 10%。

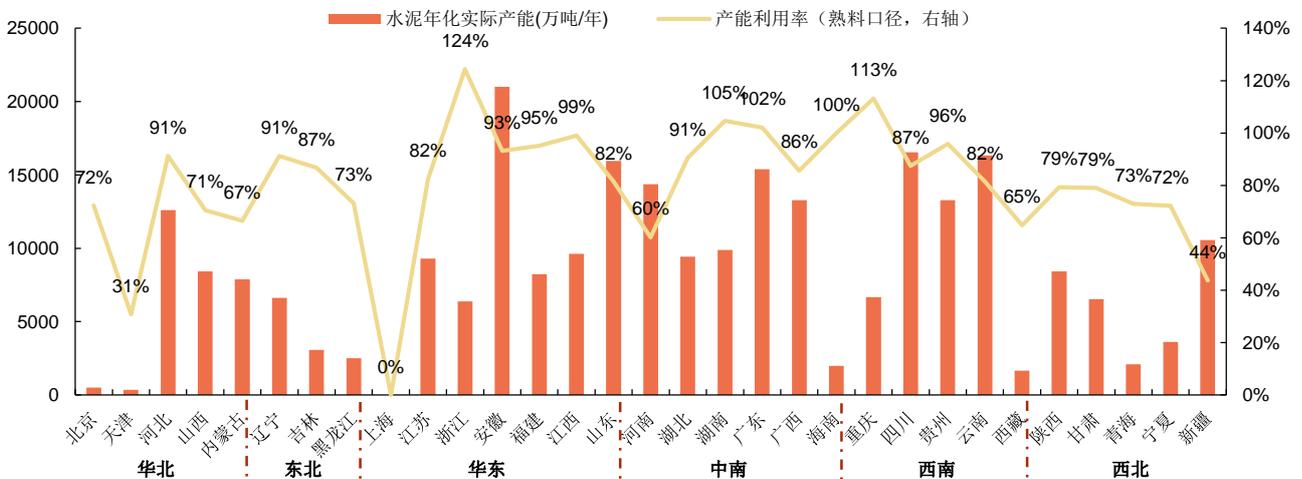
图7：水泥需求与固定资产投资开工周期相关



资料来源: Wind, 申港证券研究所

供给端：水泥供给端显著的特点是总产能过剩，但区域间分化，不同区域间水泥产能利用情况差异显著。水泥企业生产能力通常大于设计产能及工信部根据窑炉尺寸制定的实际产能，因此实际的产能利用率应低于下图中统计内容。从大区来看，需求较好的华东、中南地区产能利用率较好，西南次之，西北、华北、东北地区产能利用率较低。

图8：2022年水泥熟料产能利用情况



资料来源: 各地方工信厅, Wind, 工信部, 申港证券研究所

- *1、水泥产能整理自各地方工信厅公布的2021年水泥熟料生产线清单，不含已用于产能置换的生产线；
- *2、实际产能依据工信部原【2021】80号核算，依据回转窑外径；未公布实际产能地区取设计产能；
- *3、年化产能按照330天换算。

在碳中和及环保管控的总政策基调下，水泥行业产能投建及生产运行受到双重约束，供给侧改革维持较高的进入壁垒。

产能约束：水泥行业在产业周期的成长阶段迎来大量产能投放，企业的资本开支迅速让水泥产能过剩。在2017年工信部首次颁布了产能置换办法，杜绝水泥熟料产能净新增。2021年新的水泥行业产能置换实施办法将熟料产能置换比例进一步提升。

产量约束：2015年11月工业和信息化部与环境部联合发布的《关于在北方采暖

区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》标志着水泥行业产量约束政策的开启。在随后的供给侧改革进程中，这一错峰生产机制从北方向南方扩散。如今，几乎全国的水泥熟料产线均受到这一机制约束，实际供给少于供应能力。

表1：水泥行业供给端主要去产能及去产量政策

政策	发文日期	发文部门	主要内容	
去 产 量	《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	2015/11/13	工业和信息化部 环境保护部	在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。北京、天津、河北、山西、内蒙古自2015年11月15日至2016年3月15日；辽宁、吉林、黑龙江、新疆自2015年11月15日至2016年3月31日；陕西、甘肃、青海、宁夏自2015年12月1日至2016年3月31日；山东自2016年1月1日至2月29日；河南自2016年1月15日至3月15日。
	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	2016/10/28	工业和信息化部 环境保护部	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等15个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。
	《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》	2020/12/28	工业和信息化部 生态环境部	推动全国水泥错峰生产地域和时间常态化，其中辽宁、吉林、黑龙江、新疆每年自11月1日至次年3月底；北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东、河南每年自11月15日至次年3月15日；陕西、甘肃、青海、宁夏每年自12月1日至次年3月10日；所有水泥熟料生产线都应进行错峰生产。
去 产 能	《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	2018/1/8	工业和信息化部	位于国家规定的环境敏感区的水泥熟料建设项目， 每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能 ；位于其他非环境敏感地区的新建项目， 每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能 ；
	《关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	2021/7/20	工业和信息化部	位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目， 产能置换比例分别不低于2:1和1.25:1 ；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目， 产能置换比例分别不低于1.5:1和1:1 。违反错峰生产规定被省级及以上工业和信息化主管部门或环保部门约谈后拒不改正的水泥企业所涉及熟料产能。

资料来源：工业和信息化部，申港证券研究所

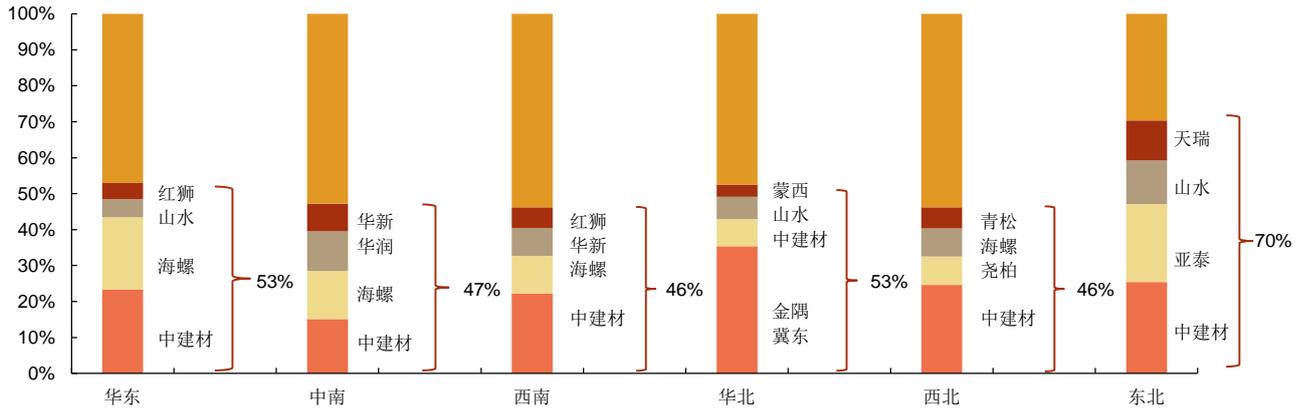
水泥供给端的特点使得去产能及去产量均具备良好基础，这是利于水泥格局重塑的结构性因素，本轮盈利周期下行中这些结构性因素并未发生改变。

第一、区域供给高度集中，且集中度随区域划分密度提高，竞争格局清晰。与此同时水泥单吨价值量较低，长途运输将推高运输成本占比，并丧失经济性，因此通常在200km范围内销售。在此基础上，水泥行业有着较为集中的竞争格局，区域内几家企业的供给侧变化既能改变供需平衡。

第二、熟料窑炉启停极为灵活、错峰生产等去产量政策具备执行的基础条件。水泥供给端主要由产能置换及错峰生产塑造了水泥供给端产能及产量的约束。产能过剩因此供给端政策持续偏紧，新增产能受限，资本无法自由进入。

第三、水泥及熟料库存期限较短、且库容相较于全年产能较小，无法大规模储存，使得价格易反映即期需求。

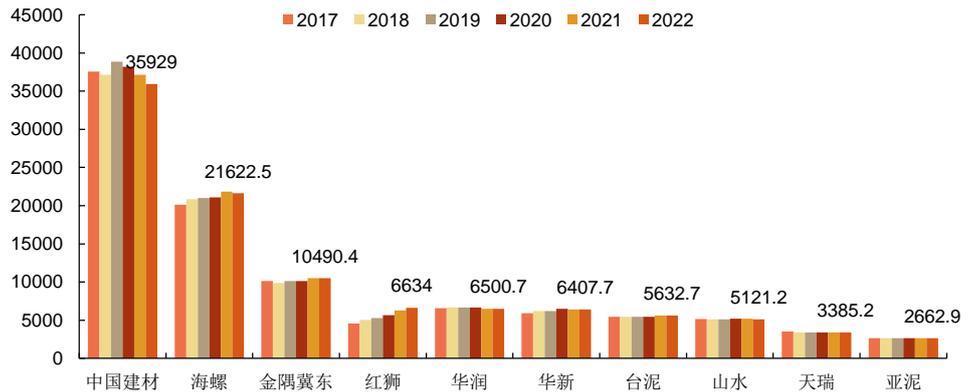
图9：六大区域水泥熟料产能集中度（CR4）



资料来源: 中国水泥网, 各地方工信厅, 申港证券研究所

去产能政策促使竞争格局保持整体稳定, 中建材、海螺份额引领。自 2015 年行业低谷及供给侧改革以来, 水泥熟料扩产整体受限, 行业主要企业水泥熟料产能变化较小, 竞争格局总体偏稳。企业在区域间话语权差异明显, 中建材在全国多数区域份额领先, 海螺在华东、中南、西南占据主要份额, 金隅冀东是华北地区龙头。

图10: 近6年前十大水泥熟料企业产能格局 (万吨/年)



资料来源: 中国水泥网, 申港证券研究所

3. 盈利周期往复-竞争格局的再平衡

外部性及内生结构性因素催生盈利周期波动, 明确区分这两类因素的原因在于外部性因素不可控, 内生性因素经行业修正后即可改变盈利周期波动方向。水泥是典型的大宗材料, 企业盈利能力主要受量、价、成本三个因素影响, 其中量主要由需求主导, 价是供需共同作用的结果, 成本是行业与上游相对话语权的呈现。2021 年下半年以来水泥行业遭受需求走弱、供给端竞争格局变化、以及成本超中枢上行三大因素冲击, 盈利能力进入下行周期。我们总结水泥行业的盈利周期下行有外部性及内生结构性因素如下:

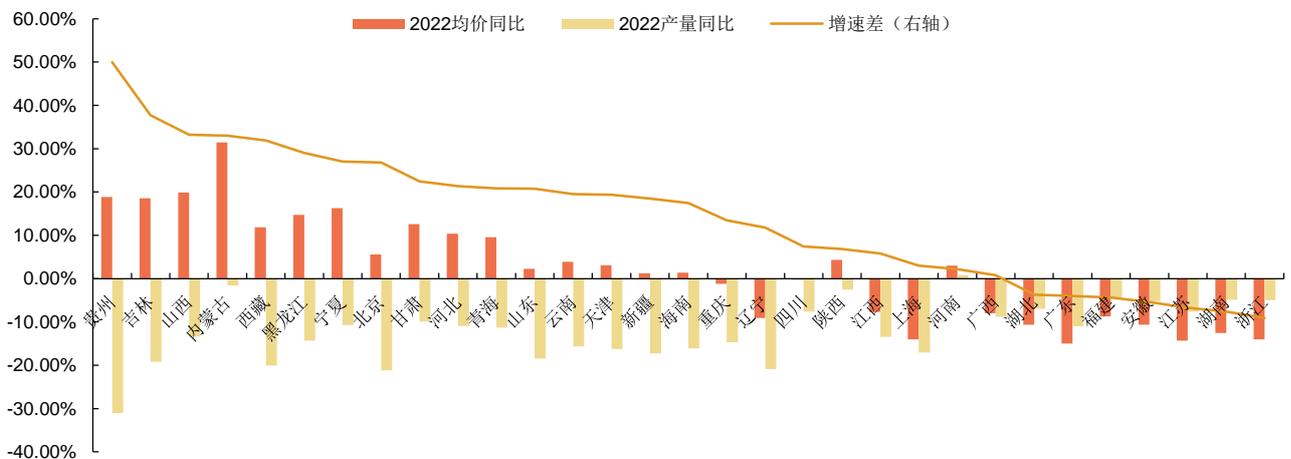
- ◆ 外部性因素: 需求走弱与成本冲击;
- ◆ 内生性因素: 竞争格局失衡。

首先探讨需求对于水泥盈利周期的影响。与大多数大宗材料行业类似, 短周期里

的需求波动影响供需平衡，扰动价格；此外量的变化影响企业资产周转率，进而改变行业的盈利能力。长周期里需求的持续性决定水泥行业盈利的久期，这对水泥股票的定价非常重要。

水泥行业的特异性在于，水泥企业并非完全是价格的接受者，需求下行引发供给端再平衡的必要性，水泥供给端的结构性因素使得这种再平衡通常较为迅速。基于水泥无法储存的属性，我们以产量近似等同于需求进行分析。2022 年较为明显的特征是地区间价格与需求趋势明显背离，需求小幅下降的地区价格下降明显，而需求大幅度下降的地区价格反而大幅上涨，这一现象背后反映供给端竞争格局才是水泥价格的决定因素，这不仅是去年的偶发现象：自 2016 年供给侧改革以来水泥价格持续上行亦是证明，而此前我国水泥需求早已进入平台期。

图11：多数地区产量与价格趋势出现背离



资料来源：Wind，申港证券研究所

据此我们想表明水泥以供给端主导价格的属性，这一特征不同于绝大多数周期品种，水泥供给端的特有结构性因素使得价格上升并不依赖于需求提升主导的供需错配。当下核心矛盾仍然在供给端，需求下行让供给重新匹配有更大难度，但并未改变水泥供给端的禀赋。需求侧的变化也许是长期性的，但供给侧的变化是周期性的，这种周期源自于企业间竞争心理的变化。

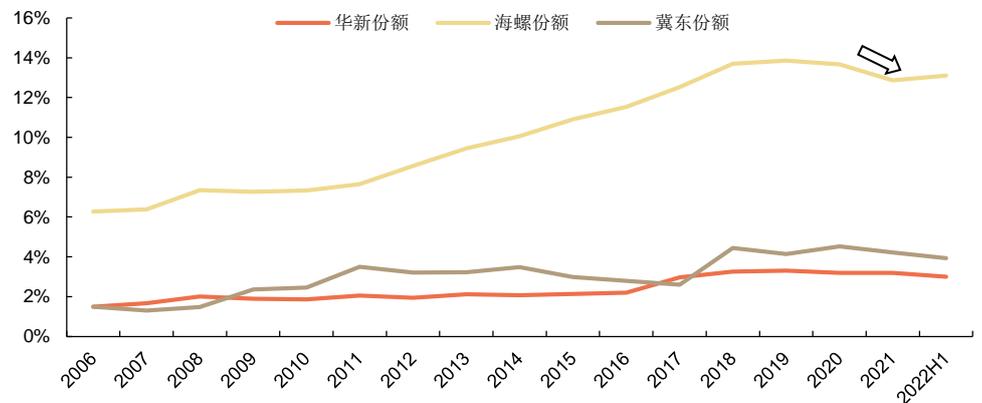
3.1 合久必分 分久必合

竞争格局的分分合合同周期起落。在市场中，企业如不能响应竞争对手的扩张性行为，则将被竞争对手侵蚀份额；而在一个完全竞争的市场中，个体的扩张将导致群体的扩张，这将导致行业供给整体过剩，使得产成品价格回落，进而通过市场诞生产能出清，供需重回平衡。而水泥行业在 2016 年供给侧改革后衍生出竞合机制，在去产能及去产量的政策基调下，大多数企业维持对产能扩张及产量增加的克制。主要企业在需求稳态中保持份额的相对稳定，行业通过供给端的平衡收获丰厚利润。

需求下滑使得供给端的平衡稳态被打破，份额的不均衡分配产生格局重塑的必要。少数企业长期来的扩张行为在需求下行期对供给的扰动变得突出，而在以往市场需求较好的情况下，这一扩张行为被行业整体忽视。需求下行期龙头企业发现其长期来对产能及产量的克制未收到正面结果，格局也就有了再平衡的必要，2021

年全年海螺水泥市场份额滑落至 13% 以下。在这一现象的驱使下，龙头企业率先调整其市场策略，2022 年牺牲价格维持份额以保证中长期竞争力；此外各区域龙头市场策略有不同程度调整，行业整体盈利能力在新的供需失衡状态中显著下滑。

图12：主要水泥企业市场份额（销量口径）



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

供给稳态阶段性瓦解表面上是短期需求导致，但探究本质背后有四大结构性因素，这些矛盾积累之下加大了供给端竞争格局再平衡的难度。

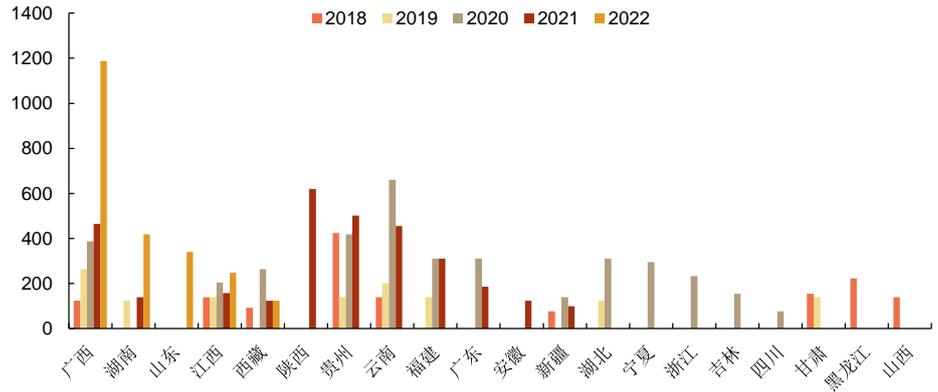
- ◆ 一是产能格局的失衡，水泥行业的现状是产能过剩，然而在利润较好的环境里存在部分企业积极新建产能增加份额，加重过剩现状，打破区域内的供需稳态，使得未充分进行扩产的企业利益受损；
- ◆ 二是产量约束的失衡，企业间遵循错峰生产的意愿存在差异，违背产量约束的企业获得更多份额，而遵循错峰生产的企业成为博弈中利益受损的一方，最终不得不响应竞争对手的竞争行为，使得去产量机制瓦解；
- ◆ 三是跨区域水泥熟料流动，区域间供需水平不平衡产生价差进而推升区域间流动，对区域内部形成供给增量，推动供需平衡倾斜，并导致区域内供给端约束瓦解，导致价格回落。跨区域流动性越强则形成供给平衡所需要的主体越多。
- ◆ 四是海外水泥输入，外部水泥输入的作用机制与跨区域水泥熟料流动类似，对本土企业利益产生影响。

3.1.1 产能格局失衡与再平衡

去产能政策基调下总体产能无增长，但区域间产能指标流动扩大了有效供给。工信部制定的《水泥玻璃产能置换实施办法》规定水泥熟料新建须有产能指标减量置换，约束了总供给。但部分企业通过产能异地置换，将低利用率的产能指标迁移至高利用率的地区，或是将老旧产线技改翻新，扩大了有效供给，并对区域内供给平衡产生冲击，本质上仍然是产能的增量。

通过扩张性产能投资，部分企业获得份额的增长，而存量市场中未扩张的企业受损。龙头为维持行业整体供给水平及价格稳定，对产能新增投资保持一定约束，份额边际被削弱。市场格局的变化使得企业的诉求亦发生变化，龙头重新展现更强对份额的诉求。这是长期被积极竞争者侵蚀份额的结果，因此市场重新打开博弈，供给端平衡瓦解，需求下行期价格稳定性丧失。

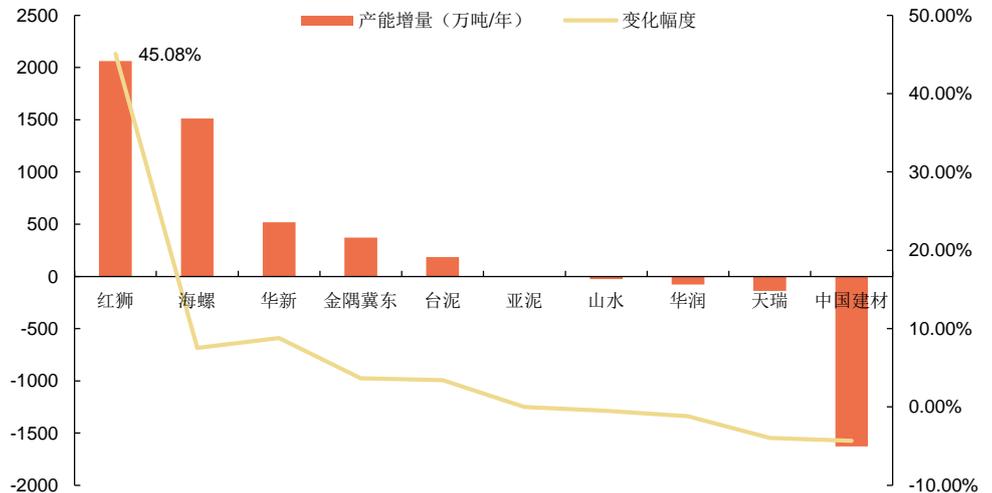
图13：各地区近五年新投产水泥熟料产能（万吨/年）



资料来源：中国水泥网，申港证券研究所

红狮集团是行业内扩张最为积极的企业之一，其份额在本轮盈利上行周期中显著提升，同时对区域供给格局产生一定扰动。红狮集团水泥熟料产能规模排名由2017年的第8位提升至2022年第4位，产能增幅达45.08%，同一时期行业内其他主要企业产能增幅均在10%以下。红狮积极的扩张策略离不开产能置换并在异地新建实现，其积极收购北方产能指标，并在广西等需求较为旺盛地区新建。作为大本营在浙江的水泥企业，红狮充分受益于华东较高的市场价格，能够积累较大规模留存利润从而具备较强的投资能力。然而新建产能对本已经供给过剩的水泥行业而言，有着较强的冲击力，最为显著的影响在于新进入者切走存量市场中的一份蛋糕，使得原本就依赖于产能约束的供给稳态破坏，竞争重新成为行业主题，价格下行，企业盈利进入下行周期。

图14：2017-2022年全国新增水泥熟料产能排名



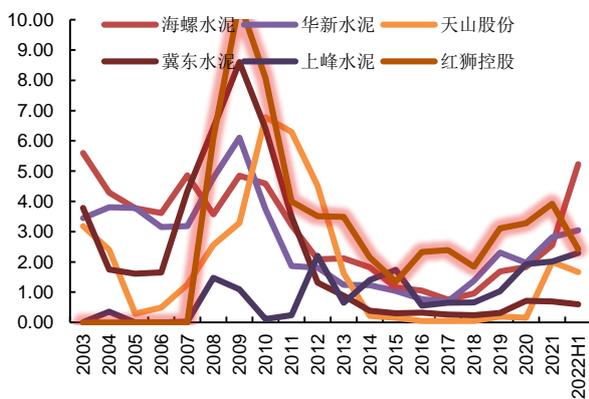
资料来源：中国水泥网，申港证券研究所

对于行业内维持较强扩张约束的企业而言，竞争对手积极的扩张行为深深损害其利益，红狮是过去博弈环境中少有的获益者。如果处在一个完全竞争（充分博弈）的市场中，企业通常会响应竞争对手的扩张行为，从而使得市场参与者全体受损，最终通过市场的力量消除所有主体的扩张欲望，市场重新回归供需稳态。而水泥行业特有的区域集中格局以及红狮过去较小的规模使得红狮在供给稳态中完成扩张，并无其他主要企业响应其在水泥这一过剩行业中的扩张行为，直到2022年。

这一年龙头重新展现了对份额的诉求，使得竞争环境发生较大改变，龙头在产品定价上展现更高的积极性从而避免积极扩张的竞争对手侵蚀其份额。而过去使得水泥行业盈利周期上行源自供给端的结构性根本因素并未发生改变，多数企业仍然是竞合体系的拥趸，其较高的成本及资产负债率使得其对利润诉求较强，在博弈中并不占优。

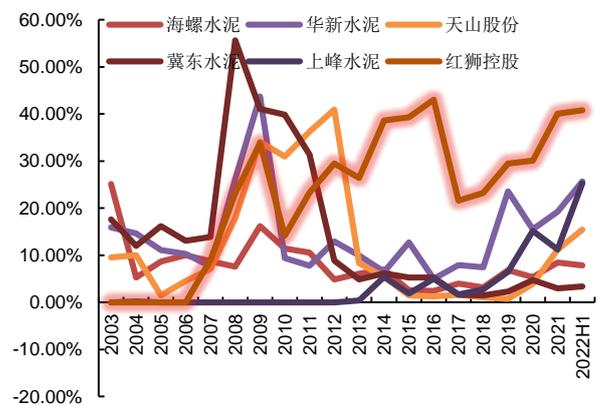
短期行业的变化本质可理解为龙头对其护城河的守卫，并借此推动行业供给端再次进入平衡态，消除不遵守供给端竞争结构主体的扩张行为。在龙头盈利能力显著强于竞争对手的背景下，这一博弈结构并不平衡，当下充分竞争导致的盈利困境有望周期性终结。

图15：红狮资本支出/（折旧及摊销）领先于行业



资料来源：Wind，申港证券研究所

图16：红狮在建工程占固定资产比例领先行业



资料来源：Wind，申港证券研究所

产能结构再平衡最终的结果是企业扩张性新建产能行为终结，使得水泥这个产能过剩的行业不再遭受新增供给冲击。丢失份额的龙头企业已采取措施保卫其护城河，本轮盈利周期下行将从现金流量及扩张预期两个方面终结企业的扩张行为，使得供给端竞争格局重回平衡。衡量主要水泥企业的现金流量、偿债能力、现金水平，本轮盈利下行周期已改变主要企业的扩张能力。

海螺水泥在现金流量，在手现金水平，偿债能力等多个方面遥遥领先，而前期积极扩张的企业面临现金流入与资本支出趋势的背离，同时较高的负债水平又进一步限制持续举债扩张的能力。海螺以外的水泥企业较难承受盈利周期在底部持续时间拉长，竞争格局走向再平衡的路径也十分清晰。

图17：水泥企业经营净现金流（亿元）

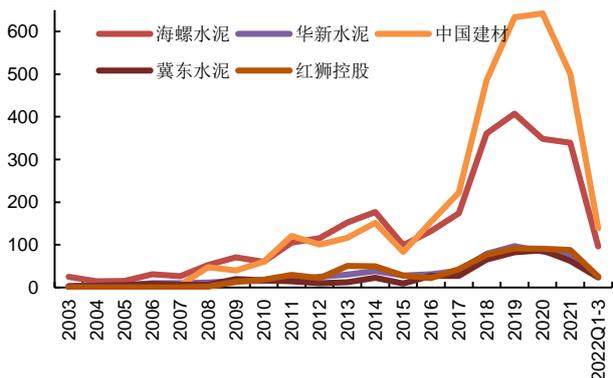
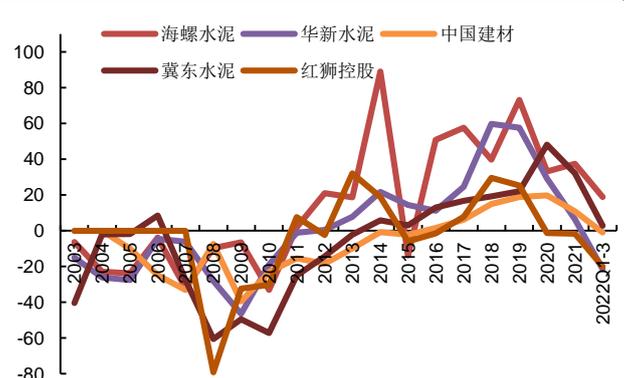


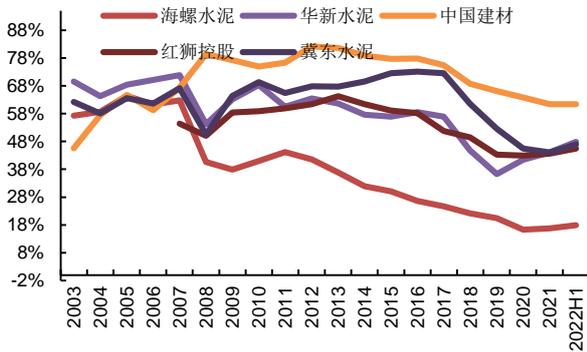
图18：水泥企业非筹资性现金净流量与流动负债的比率（%）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

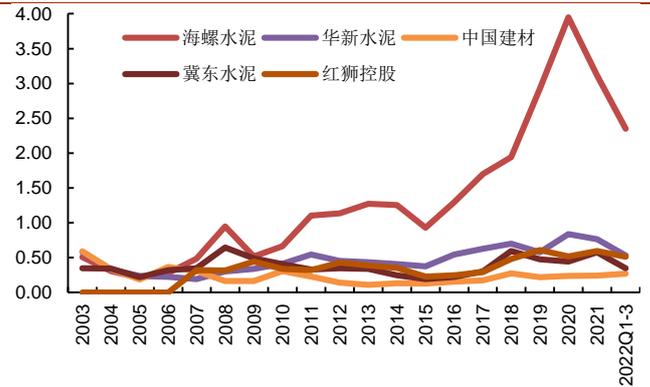
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图19: 水泥企业资产负债率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图20: 水泥企业现金比率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表2: 红狮集团主要在建项目及后续开支情况 (亿元)

在建项目	总投资	已投资	尚需投入	后续投资计划	
				2022H2	2023
红狮环保水泥窑协同处置固废项目	20.5	12.7	7.8	1.3	3
分布式光伏	7.4	0.3	7.1	2.5	2.5
临海红狮水泥有限公司	5.8	0.5	5.3	1.5	2.8
高安田南红狮水泥有限公司 (200万吨)	10	9.6	0.4	0.2	0.2
印尼东加里曼丹红狮水泥有限公司 (800万吨)	62.5	8.2	54.3	6.6	8
杭州红狮实业有限公司红狮集团总部大楼建设项目	24.5	17.7	6.8	0.8	3
合计	130.7	49	81.7	12.9	19.5

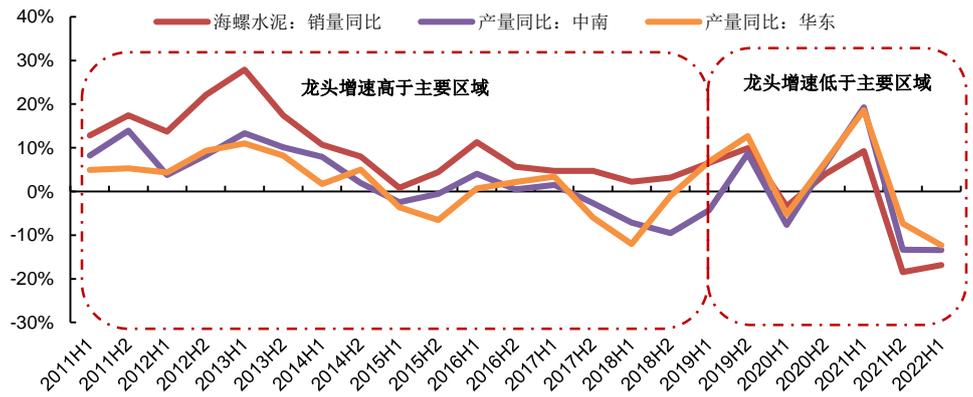
资料来源: 红狮控股 2022 年评级报告, 申港证券研究所

企业间的博弈虽然导致短期盈利的低迷但必然会换来格局的再平衡, 行业的无效产能扩张有望结束。在龙头主动发起的博弈中, 龙头仍能获取较为理想的利润水平, 并维持自如的现金水平。而行业盈利陷入低迷, 竞争对手利息支出、资本开支均有大量需求, 天平最终会向何处倾斜不言而喻。而与此同时, 龙头的股价却出现了超过行业的下跌幅度。

3.1.2 产量结构失衡与再平衡

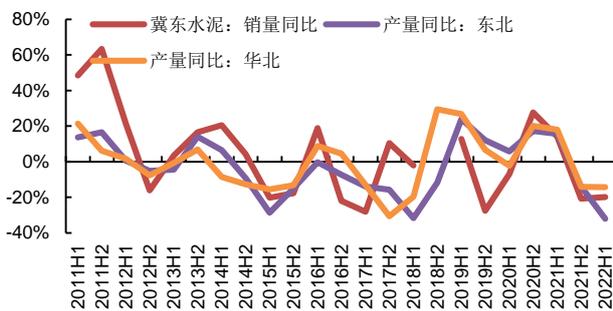
区域龙头更多承担了下行期行业丢失的需求量。完全竞争市场中, 龙头具备成本及渠道等多方面优势, 往往通过竞争取得更大份额, 增速通常跑赢行业。但水泥行业自供给侧改革以来衍生出竞合机制, 企业通过遵循错峰生产计划压减产能, 需求稳定期市场份额在供给端主体间均衡划分。而需求收缩最大的影响因素在于打破了原有的产量竞争格局, 所有企业均有维持其以往销量的动力, 这一扩张性行为通常凭借降价实现, 由此区域内价格稳定也被打破。在过去两年中, 龙头为维持价格稳定, 牺牲了自身的份额, 本质上补贴给区域内扩张产量份额的企业。我们能观察到龙头的销量增速低于其主要经营区域需求增速, 这在过去水泥完全竞争的市场态势中并不存在。

图21: 海螺近期销量增速低于主要经营区域需求



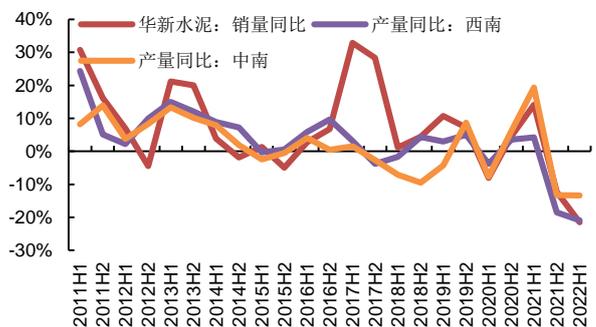
资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

图22：冀东近期销量增速低于主要经营区域需求



资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

图23：华新近期销量增速低于主要经营区域需求



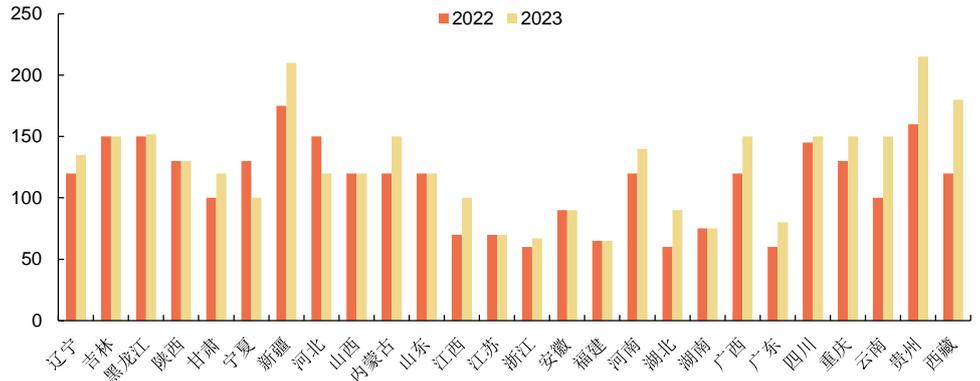
资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

份额持续不均衡分配必然引起供给端竞争格局的再平衡，需求下行需要企业间更均衡去产量。短期这一现象对盈利的冲击已充分显现，当下审视的重点应是去理解这一现象属周期性还是长期结构性。我们认为有充分线索表明错峰生产去产量的机制在中长期仍然有效，并且这种有效性的回归并不依赖于需求侧的回暖。

这一大框架并未发生改变，我们发现错峰生产边际加强的省份，仍然在需求显著下滑的大背景中出现了水泥价格的上行。因此这一体系虽然在广西、华东等局部出现了扰动，但不应成为错峰生产作为去产量政策完全失效的信号。本质逻辑依然没有改变。总体体现为需求薄弱的地区，价格反而更坚挺，传统上水泥需求强势的地区如华东价格反而萎靡。如果去产量机制失效，则这一现象无法实现。可以做一个倾向性的判断，水泥的价格矛盾仍然是供给端格局的矛盾，需求是矛盾暴露的催化因素，但本质上矛盾仍然是供给。

当下去产量机制仍在加强，有望助力供给端匹配需求，终结盈利下行周期。错峰生产计划天数继续提高，对冲需求下行，有望推动水泥价格维持较高水平。此外错峰生产监督的主体也发生迁移，有望加强区域内水泥企业去产量约束程度。

图24：2023年错峰生产计划有所提高（天数）



资料来源: 卓创资讯, 申港证券研究所

*新疆、安徽、云南统计错峰生产计划天数区间上限。

去产量政策的约束性正在加强。过去错峰生产计划由地方水泥协会或建材协会下发, 对企业的约束能力偏弱。弱约束区域内存在不遵守错峰生产, 私自加大生产量的企业, 损害行业利益。但近期这一机制也在发生变化, 2023 年我们统计有 9 个地区的错峰生产计划由工信厅、生态环境厅下达。去产量政策从协会软约束变为行政硬约束, 此外工信部发布的产能置换办法也明确不遵循错峰生产的水泥熟料产能不得用于产能置换, 供给端去产量约束有望继续加强。

表3: 2023 年部分地区错峰生产计划

发文部门	地区	错峰生产计划文件名	主要内容
工信厅、生态环境厅	湖北	关于做好 2023 年水泥行业常态化错峰生产工作的通知	要求绩效分级达到 A 级的水泥生产企业全年错峰生产天数不得少于 30 天; 绩效分级达到 B 级, 或有全年协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的水泥熟料生产线可以不进行错峰生产, 但要适当降低水泥生产负荷, 参照 2023 年错峰生产天数不得少于 42 天执行; 其他水泥生产企业不少于 45-60 天。
工信厅、生态环境厅	云南	关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知	昭通市、西双版纳州、迪庆州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 100 天; 怒江州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 130 天; 其余地区每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 150 天。
工信厅	福建	关于做好水泥行业常态化错峰生产工作的通知	每条生产线全年错峰生产时间不少于 65 天。
工信厅、生态环境厅	山东	关于组织做好 2022-2023 年采暖季水泥常态化错峰省的通知	错峰时间: 2022 年 11 月 15 日 0:00—2023 年 3 月 15 日 24:00 实施范围: 全省水泥熟料企业的所有熟料生产线(含特种水泥熟料生产线)。
工信厅、生态环境厅	河南	关于实施 2022-2023 年度全省水泥行业错峰生产工作的通知	省内所有水泥熟料生产线(不含水泥粉磨工序和粉磨站)在 2022 年 11 月 15 日至 2023 年 3 月 15 日采暖期期间, 实施错峰停产。
工信厅、生态环境厅	湖南	关于做好 2022-2023 年大气污染防治特护期水泥行业错峰生产工作的通知	2022-2023 年大气污染防治特护期间, 长株潭及传输通道城市(岳阳市、常德市、益阳市)水泥熟料生产线错峰生产天数基数为 80 天, 其他州市为 75 天。
工信厅、生态环境厅	宁夏	关于 2022-2023 年冬春季部分重点工业行业开展错峰生产的通知	2022 年 11 月 1 日-2023 年 3 月 10 日全区所有水泥熟料生产企业均要错峰生产 130 天, 时限内未完成错峰生产的天数在 2023 年 6 月底前补足。
工信厅、生态环境厅	甘肃	关于印发 2022-2023 年度水泥熟料生产企业错峰生产计划的通知	各水泥熟料企业要严格执行 100 天(2022 年 12 月 1 日-2023 年 3 月 10 日)错峰生产计划, 不得随意改变错峰生产计划。
工信厅、生态环境厅等	新疆	关于下达 2022 至 2023 年水泥错峰生产计划的通知	自治区(含兵团)所有水泥熟料生产线都应进行错峰生产。其中, 电石渣水泥熟料生产企业通过“错峰置换”参与错峰生产

资料来源: 中国水泥网, 各省工信厅网站, 申港证券研究所

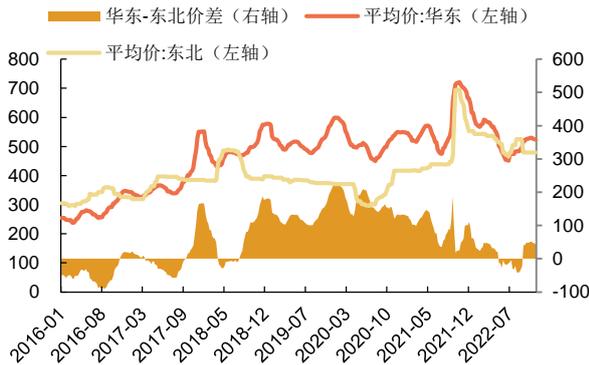
3.1.3 水泥区域间流动影响大幅减弱

外部供给对区域内的供给稳态产生冲击, 这一因素的影响已大幅弱化。区域内水

泥熟料生产企业供给端的自我约束易被外部水泥输入打破，过去这是华东、华南等强势区域的供给端矛盾。但无论区域间水泥熟料流动及海外水泥熟料输入均大幅减弱。东北等地区错峰生产执行趋严，价格较过往中枢明显抬升，如今与华东地区价差基本消失，区域间流动不再具备经济性。从政策的边际变化来看，亦很难出现在需求不理想环境下的错峰生产政策扭转，价差再度走阔的风险偏低。

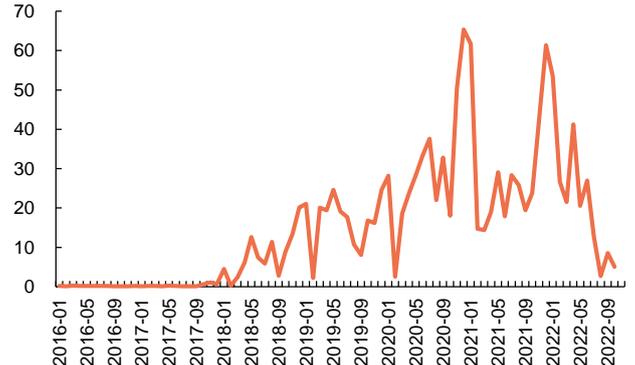
而海外水泥在本轮能源价格高涨中逐渐丧失对国内的成本优势，输入的逻辑同样消失，在更长的周期里国内的水泥企业仍然能享有煤炭价格的相对优势。

图25：华东东北价差结构改变（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图26：水泥进口量大幅收缩（万吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2 成本周期性运行带来阶段性盈利困境

成本影响行业整体盈利情况，但并不影响企业的比较优势。海外地缘因素扰动使得煤炭价格与内需脱钩，叠加中澳关系低谷使进口煤炭减量，煤炭价格大涨，水泥企业能源成本普遍抬升。这在过去数轮水泥产业的周期中并未出现，因此也并非水泥股定价的主要矛盾。本轮周期中煤炭价格抬升至远超过去十余年价格中枢的水平，给水泥企业带来显著业绩压力，进而通过短期业绩影响水泥股价。

图27：煤炭价格不利于水泥盈利水平（元/吨）



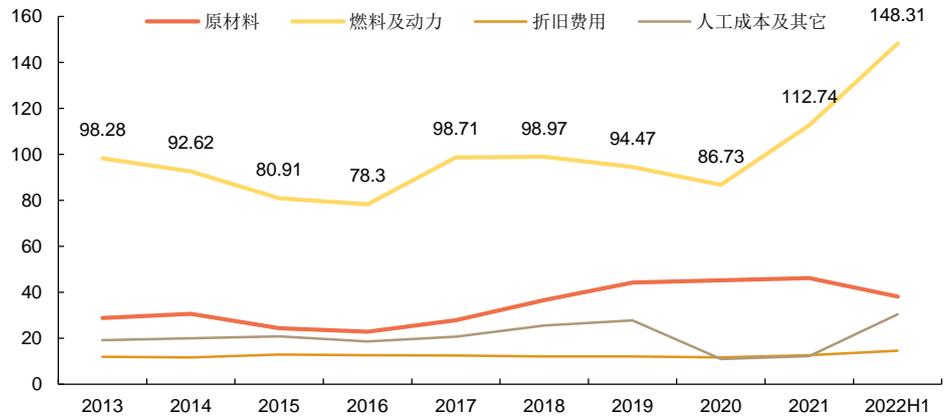
资料来源：Wind，申港证券研究所

我们认为水泥成本端处在周期中的极端状态，而非常态，海外煤炭供给的恢复可能扭转价格的趋势。则水泥企业的成本有望在中期迎来下降。

虽然成本在短周期里给企业经营带来压力，但企业毛利最终是企业间竞争格局与

优势共同作用的结果。如果供给端竞争格局企稳，成本周期从顶部回落有望成为盈利周期回升的推动力。

图28：海螺水泥熟料燃料成本显著提升（元/吨）



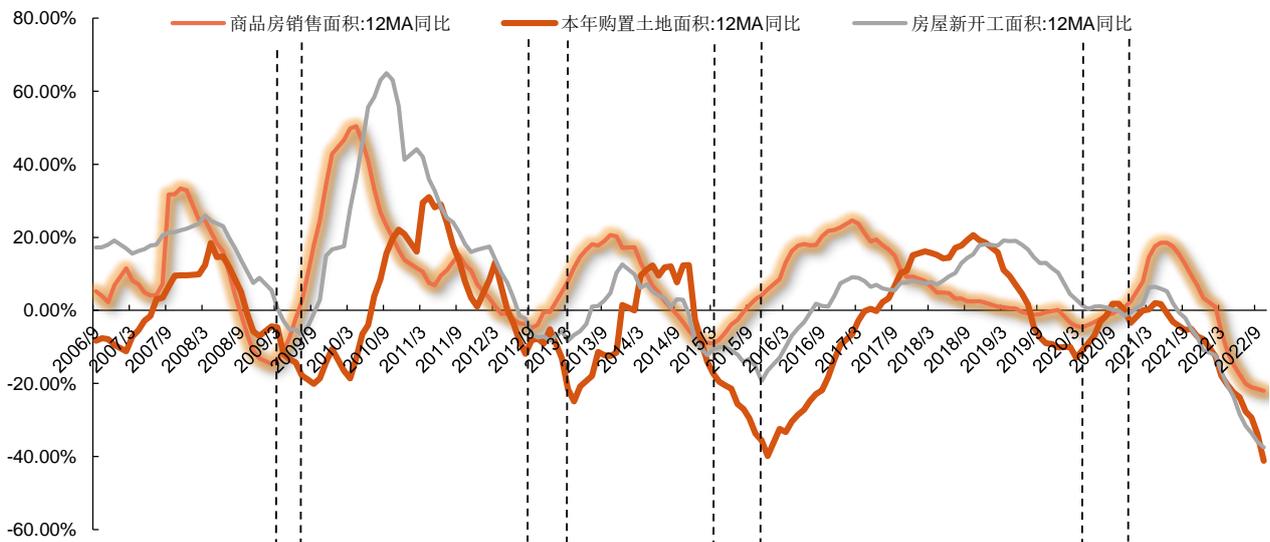
资料来源：公司公告，申港证券研究所

4. 需求侧仍具有前景

4.1 短期前景：地产端弱复苏 基建强支撑

地产端对需求的冲击仍未结束。历次开工恢复的时点通常滞后于销售回暖约 5-7 个月时间。考虑到年初地产销售显著回暖的时点，地产开工端对水泥需求的支撑最快可能出现在下半年。依据房地产企业开发的流程，目前普遍共识是地产开工会处在地产复苏链条的最后端，因为企业新开工的前提是有土地，从而认为地产链条修复的路径会是销售复苏→拿地增多→开工回升。但这一逻辑链隐含的假设是地产企业并没有在手土地，因此当市场回暖后，企业需先竞得土地方可推动开工，进而实现开工端的修复。但事实并非如此，中国房地产企业囤积了巨量土地储备，地产销售回暖后企业推动开工形成销售的动力远大于再进入土地市场取得更多货值，我们判断在销售回暖的前提下开工回暖的进度或许超市场预期。

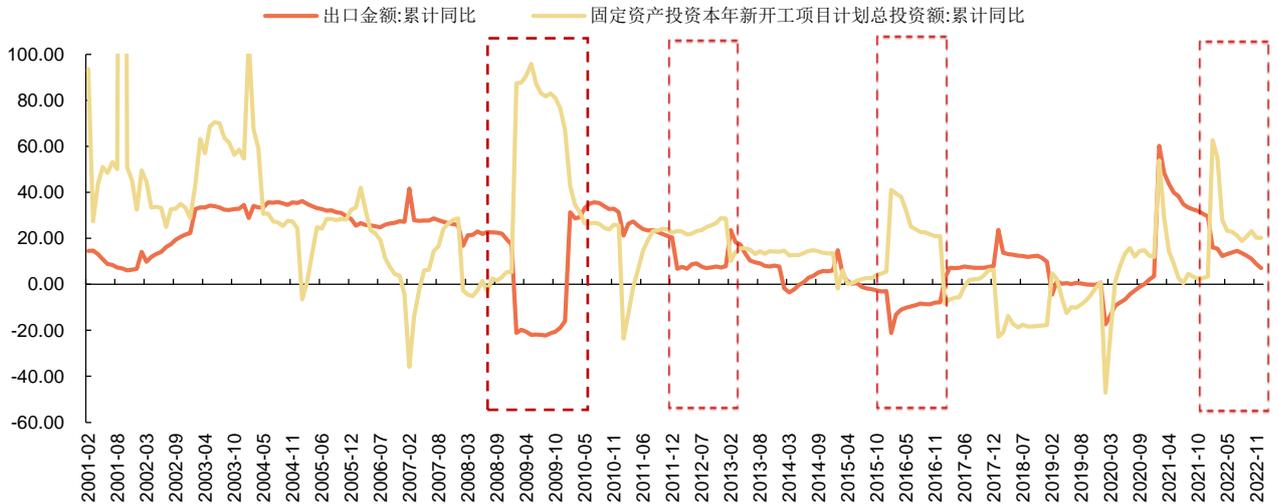
图29：预计开工拐点出现在销售拐点后 5-7 个月



资料来源：Wind, 申港证券研究所

固定资产投资整体仍可保持乐观，水泥需求全年有望保持稳定。历次外需下行冲击中均有强力有效的投资支撑经济，2023 年外需或许进入实质性下行周期，开展投资拉动内需是基本应对策略。当前仍处在逆周期调节期里，财政加力提效的总基调预计将对水泥需求带来强力支撑。此外政策性金融工具、专项债、信贷有望继续在财政政策的基础上助力投资。

图30：投资周期与出口周期逆向



资料来源：Wind，申港证券研究所

4.2 中长期前景：规划显示建设需求充足

首先城镇化仍然是中长期发展主要方向，这对提升全社会生产率非常关键。本轮地产冲击属疫情及地产信用环境导致的短周期结果，并且背离实际需求潜力。我国每年仍有大量人口流入城市取得就业。我们梳理多个地区的新型城镇化规划发现城镇化率提升仍有较为广阔的空间，并且与政策推动方向贴合。

表4：城镇化长期前景

地区	城镇化率 (%)		城镇新增就业人数 (万人)		地区	城镇化率 (%)		城镇新增就业人数 (万人)	
	2020	2025	2020	2025		2020	2025	2020	2025
北京	/	/	/	/	陕西	60.5	65	[225.43]	[200]
上海	/	/	近 60	>50	宁夏	64.96	69	[39.61]	[37.5]
天津	84.7	86	37.1	[175]	黑龙江	60.9*	65	/	[150]
广西	54.2	57	[206.5]	≥[175]	西藏	32	40	[26.7]	[25]
广东	74.15	77	[717.25]	[550]	四川	55	60	[522]	[425]
辽宁	/	69	45.2	>[210]	安徽	58.33	65 左右	[342.9]	≥[300]
浙江	72.2	75 左右	[606]	[500]	甘肃	52.23	58	35.7	[150]
内蒙古	67.48	69	[128.44]	>[100]	云南	50	60	[248.1]	[250]
江苏	73.44	75	[725.9]	[500]	新疆	52.4	60	[233]	46
福建	68.75	71.5	[299.94]	[250]	河南	55.43	63	122.59	[500]
山东	63.05	68 左右	122.7	[550]	贵州	>50	58 左右	61.64	[300]左右
湖北	62.89	65-67	[441.79]	>[350]	吉林	60	65	[222.47]	[100]
湖南	58.5	63	[385.2]	>[325]	江西	58.6	64	[266.75]	>[200]
海南	60.3	65	14.4	[75]	河北	60	65	[421]	>[400]
青海	57.1*	62	[31.2]	[30]	山西	59.55*	68	[257.5]	/
重庆	69.46	73	[362]	[300]					

资料来源：各地方十四五新型城镇化规划，申港证券研究所

*【】内为五年累计数。

交通基建中期仍将保持增长。全国范围层面的十四五综合交通体系中规划的各类交通基础设施较前两个五年期有所下滑，但省级层面的十四五综合交通体系均展现增加建设规模的规划。我们统计除普通公路、民用运输机场的建设规模有下滑外，铁路、高铁、高速公路、轨交等基础设施规模均有增长。

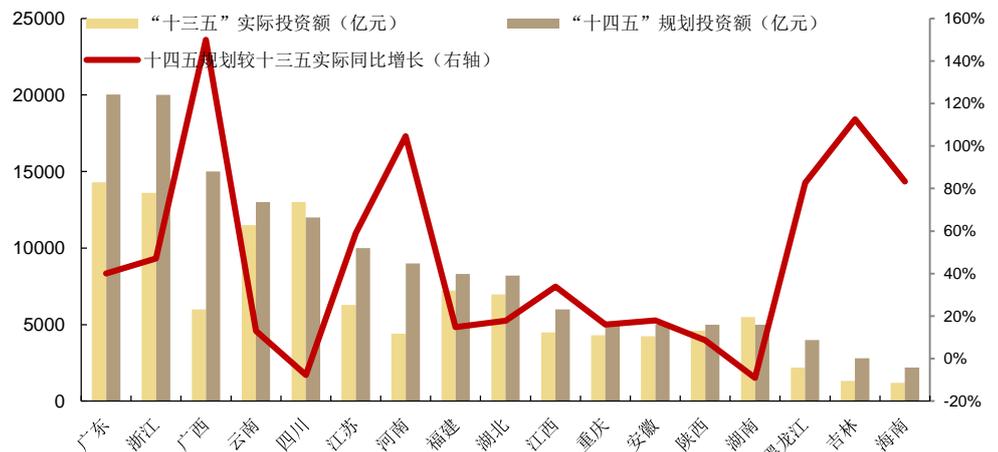
表5：各地方十四五综合交通体系规划梳理

指 标	十二五实际新增	十三五实际新增	十四五规划新增	十四五实际（依据各省份规划加总推算）	同比
1. 铁路营业里程（万公里）	2.9	2.60	1.90	2.99	15%
其中：高速铁路营业里程	1.38	1.90	1.20	2.30	21%
2. 公路通车里程（万公里）	57.2	61.80	30.20	46.35	-25%
其中：高速公路建成里程	2.2	8.10	2.90	9.48	17%
3. 内河高等级航道里程（万公里）	0.34	0.25	0.24	-	-
4. 民用运输机场数（个）	32	34.00	>29	29.00	-15%
5. 城市轨道交通②运营里程（公里）	1900	3300.00	3400.00	4290.00	30%

资料来源：全国及各省市十三五综合交通体系规划，全国及各省市十四五综合交通体系规划，申港证券研究所

从规划的投资额角度看，规模增长是总体基调。这符合经济增长过程中，基建投资能力加强的基本逻辑。除湖南、四川规划交通投资额有所下滑外，其余主要地区交通投资额均有所增长。广西、河南、吉林等地增长明显。

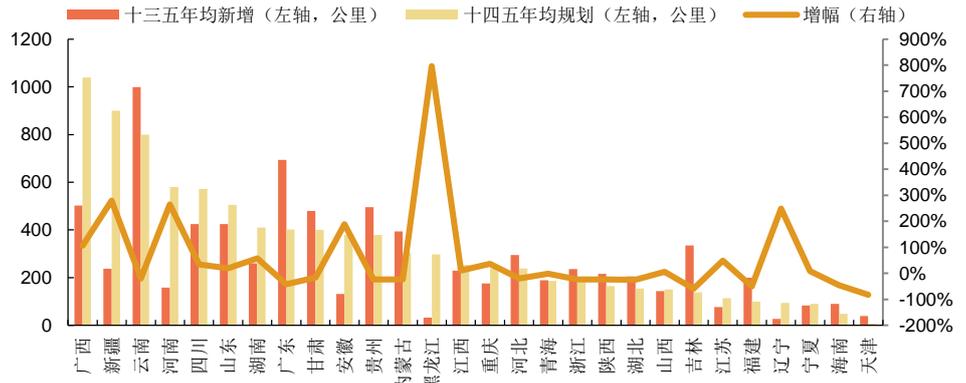
图31：重点地区综合交通体系投资额（亿元）



资料来源：各省市十三五综合交通体系规划，各省市十四五综合交通体系规划，申港证券研究所

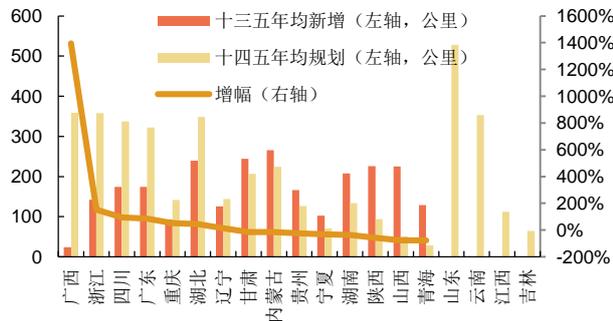
高速、铁路、高铁等基础设施均有望保持增长。区域间规划里程存在一定差异，不同地区增减情况不一，加总数据可比地区后发现十四五期间规划高速、铁路、高铁里程仍有明显增长。

图32：新增高速公路规划



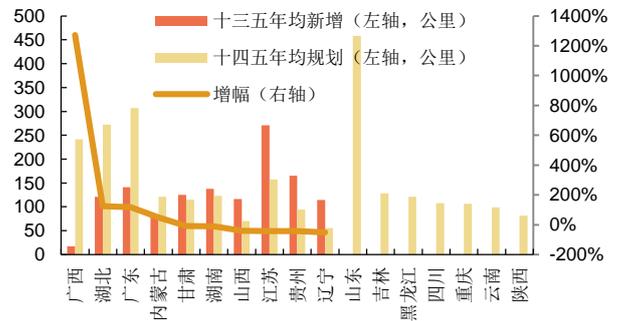
资料来源：各省市十四五规划，申港证券研究所

图33: 新增铁路里程规划



资料来源：各省市十四五规划，申港证券研究所

图34: 新增高速铁路规划

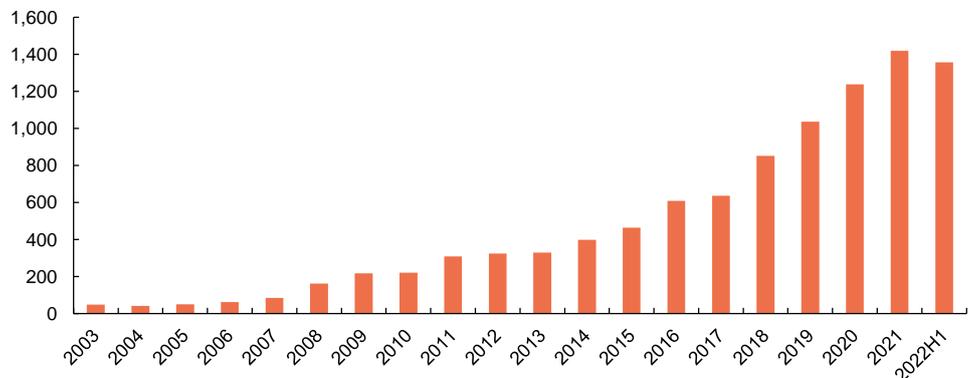


资料来源：各省市十四五规划，申港证券研究所

5. 水泥行业的前景：出海、并购、产业外延

行业需求增长的停滞并不等同于企业增长空间消失，规模增长并不一定通过新建投资实现。水泥企业自身已具备较强产生现金的能力，其增长的路径在于以合理回报率配置资本从而实现利润增长。但鉴于水泥需求可能已达峰并不具备大规模新建的基础，水泥行业成长的核心矛盾在于：第一、寻找可配置资本的投资领域；第二、确保合理回报率以实现一定速度复利。

图35: 水泥制造企业在手现金充裕（亿元）

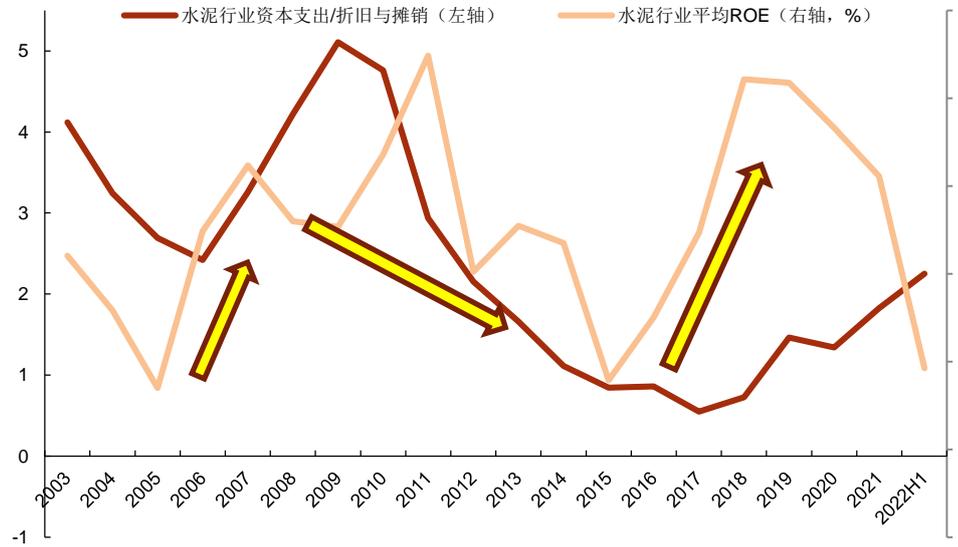


资料来源：Wind，申港证券研究所

如果仅从周期波动的视角来审视，则水泥的盈利修复带来的投资机会也偏阶段性。

但现实情况的本质是水泥企业积累大量的现金资本，传统国内水泥熟料产能投资受市场及政策双重约束，但复利的空间仍可通过有效投资方式打开。自 2018 年以来水泥行业的资本开支便重新进入一轮上行周期，一定程度上反映投资空间的拓展。

图36: 水泥资本开支周期滞后于盈利周期



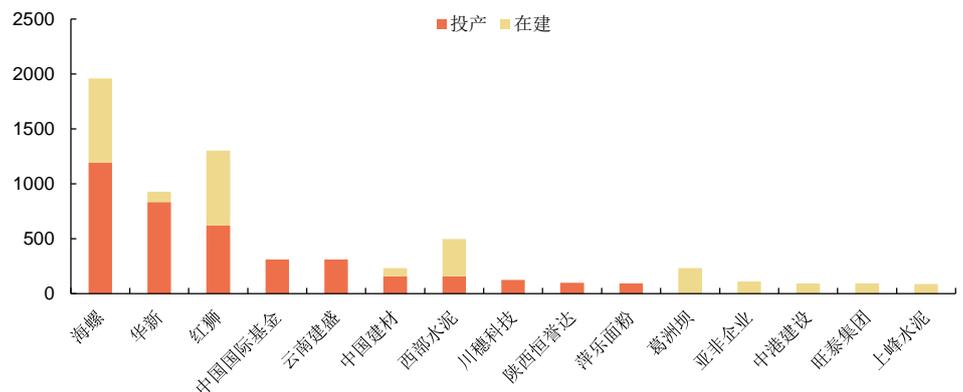
资料来源: Wind, 申港证券研究所

目前行业挖掘潜在的高回报投资领域有:

5.1 海外扩张

中国水泥企业具有资金、技术等方面的全球比较优势，投资合适的海外项目有望取得久期长于国内的回报。

图37: 2022 年末中国水泥企业海外水泥熟料产能布局 (万吨/年)



资料来源: 中国水泥网, 申港证券研究所

5.2 国内并购

正如我们前文论述，新建产能的空间受到限制，使得水泥熟料产能置换这个领域可容纳的投资空间有限。但现有产能的并购空间仍然广阔，龙头企业可通过以合理的价格并购水泥企业进一步提升核心竞争力并取得较高的回报，进一步扩宽利

润增长空间。

5.3 产业外延

首先是对矿权的投资，包括水泥熟料用石灰岩矿及骨料用建筑石料矿及其他相关矿产。我们主要到水泥企业资源属性愈加强化，由此带来的优势之一是繁荣及过热期有对上游原材料的定价权，在经济周期的上行期盈利高位能持续更长时间（成本端稳定）。另一优势在于长期里的资源通胀前景使得矿产资源布局早的龙头将积累更大的成本优势。

图38：水泥制造行业无形资产占总资产比例



资料来源：Wind，申港证券研究所

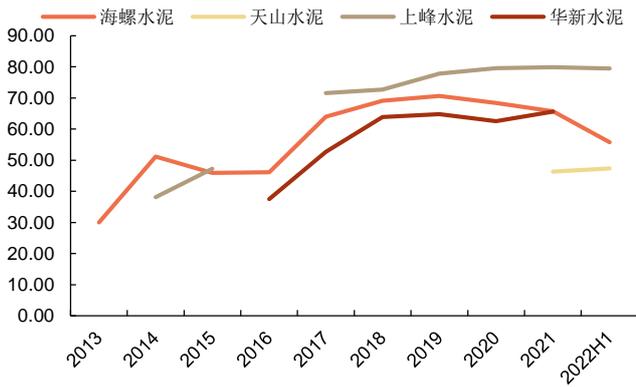
5.3.1 骨料加码：空间错位与规模错位确保利润区

骨料已成为水泥企业新的增长极，高投资与高回报是当前骨料产业的显著特征。主要上市水泥企业骨料业务毛利率均处在较高水平，2021 年上峰/海螺/华新/天山骨料业务毛利率分别为 79.92%/65.69%/65.62%/46.31%（图 39）。

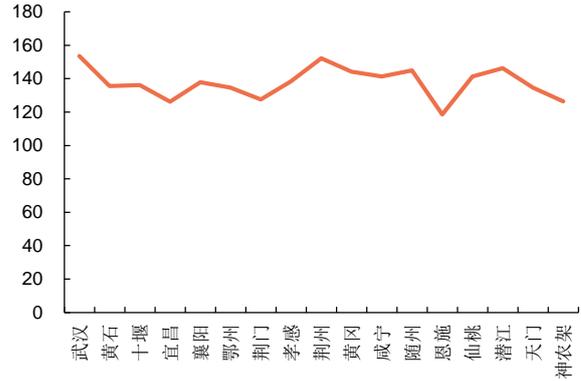
基于矿产资源稀缺性及骨料短腿属性赋予的结构性价差，水泥企业享受了较强的产业发展红利，盈利能力优势突出。目前行业内供给仍然以小规模、不规范、缺乏合法手续的小矿山为主。水泥企业进入到骨料这一行业规模及资金优势非常显著，这一方面体现为水泥企业凭借资金优势取得较大矿权从而摊薄单位资源成本，另一方面体现为规模化生产时较低的生产成本。根据华新水泥年报披露，其 2021 年骨料平均出厂售价为 58.72 元/吨，生产综合成本为 20.19 元/吨，而湖北市场碎石价格在 120—160 元/吨区间浮动，龙头企业较低的生产成本与市场价之间的巨大价差保证了较高的毛利率。

图39：主要水泥企业骨料毛利率 (%)

图40：22 年 9 月湖北各市州 2mm 碎石含税价 (元)



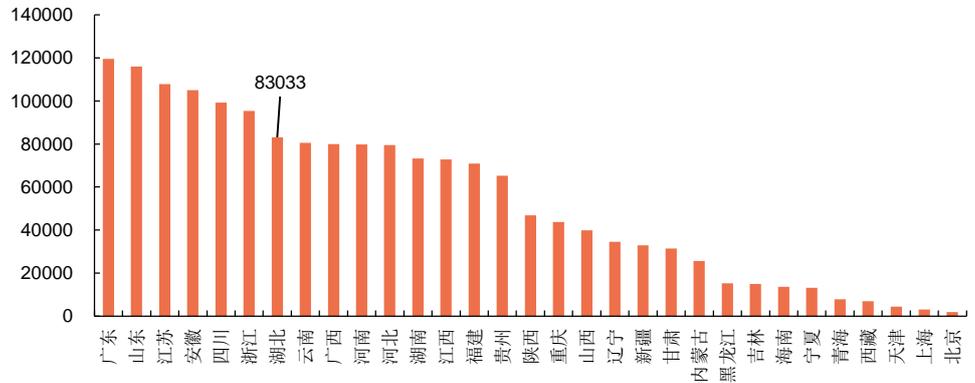
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: 湖北省交通工程造价信息网, 申港证券研究所

需求侧水泥骨料有较大的市场空间。依据水泥产量推算得出全国有多个省份骨料需求量在 8 亿吨级以上。巨大的市场空间带来较大的投资布局空间。

图41: 2021 年各地区骨料需求 (万吨)



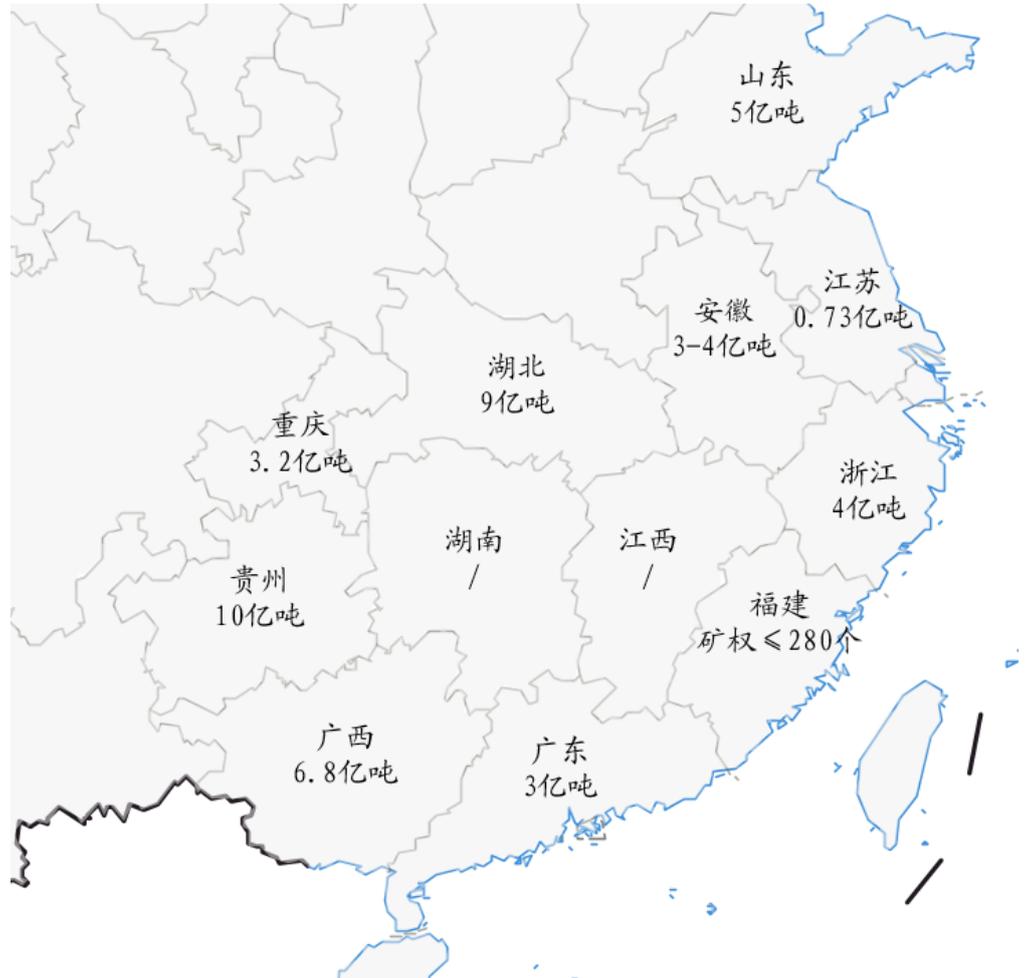
资料来源: Wind, 江苏工业和信息化厅, 申港证券研究所

*各地砂石骨料需求按照水泥产量推算, 7 吨砂石骨料对应 1 吨水泥。

骨料供给侧有两大核心矛盾, 使得进入这个行业的大企业有较高的回报率。第一是规模错配, 现有供给缺乏规模经济性, 推高了社会综合成本; 第二是空间错配, 区域间资源禀赋差异巨大。而大型水泥企业进入这个领域将充分受益于这两大结构性矛盾, 获得丰厚回报。

资源空间错配矛盾在中远期依然十分突出, 各省市均对开采总量及矿权数量规划仍然紧缺。例如华东地区规划资源量与需求并不匹配, 长江沿线预计成为补充华东地区需求的重要产能基地, 考虑华东地区供需严重错配, 长江沿线骨料价格亦将有较强支撑。需求较为旺盛的华南市场供给矛盾并不显著, 广西同样有较强的水运优势, 将成为供应广东地区的重要原料基地。通过比较矿产资源规划及需求量, 我们认为水泥企业布局骨料无需担忧竞争加剧拉低盈利能力, 空间资源错配的矛盾依然突出。

图42: 华东华南地区主要省份建筑石料 2025 年规划年开采量 (亿吨)



资料来源：《各省市矿产资源总体规划（2021—2025年）》，申港证券研究所

我们以矿产规划相对积极的湖北省为例看产业现状：

- ◆ 需求侧：2021年湖北省水泥产量为1.19亿吨，按照1吨水泥需要7吨砂石骨料推算，其骨料需求约为8.3亿吨（图41）。
- ◆ 供给侧：根据湖北省机制砂石产业高质量发展规划，2019年全省机制砂石总产量约5.7亿吨，其他的砂石骨料来源有天然砂开采、砂石超采、盗采等形式，供给侧矛盾依然突出，随着天然砂趋紧以及非法矿山出清，供给侧矛盾加剧。**合法产能极为有限且集中度较低**：2019年末当地全湖北省共有建筑石料矿权392宗，设计生产仅为2.4亿吨/年。机制砂石企业平均规模仅为40万吨/年，年产30万吨/年以下企业占比超70%。

当前行业的发展态势决定了竞争主题仍然是规模化企业对小、散、乱产能的出清，由于规模化且合法产能在市场供给主体中仅占少数，其较高的毛利率仍然可以维持。

产业规划（2025年）：

- ◆ **产能规模**：至2025年，全省机制砂石总产能达99180万吨/年，其中利用矿山矿石的产能为91780万吨/年，其余产能利用其他固废资源。这一产能规划值看似超越湖北省内总需求，然而需考虑湖北省本身具备较强的区位优势，临近人口密集的长江中下游经济带，其产能亦将借助较低水运价格大量向下游输出。

- ◆ **区位布局：**产能密集布置在长江沿线，充分借助规模水运解除砂石短腿属性，且集中布局在湖北省东侧地区，尽可能临近需求旺盛的华东市场，以发挥最强的资源禀赋、服务于需求最旺盛的市场。从图 4 可明显看出，除去长江中下游地区产能密集布局外，湖北省大部分地区产能布局较为温和。
- ◆ **规模规划：**至 2025 年，年产 100 万吨/年机制砂石产能占比达到 80%，平均产能规模要超过 150 万吨/年，培育 1 个亿吨级生产示范基地（华新阳新）及一批千万吨级生产基地。

图43：湖北省（2025）机制砂石产能规划（万吨/年）



资料来源：湖北省机制砂石产业高质量发展规划（2020-2025），申港证券研究所

行业竞争格局将由规模化企业对小型企业的出清切换到规模化企业之间的竞争，水泥企业骨料业务盈利能力或在长周期里存在一定程度下行压力，但总体下行空间有限，原因如下：

- ◆ **龙头产能仍将保持较强的规模优势，成本显著低于全行业平均成本使得盈利能力维持。**依据规划，行业的平均产能规模要达到 150 万吨/年，较 2019 年末 40 万吨/年显著提升。行业平均成本预计将有所降低，由此将导致市场均衡价格向下移动。但龙头企业产能布局大多超千万吨/年，较行业平均规模仍有较大优势，规模优势进一步确保盈利空间。
- ◆ **资源总量约束造就进入壁垒，绿色发展背景下无序扩张矿权已是过去式。**湖北省的战略意图在于利用资源禀赋及区位优势，将砂石骨料产业打造为优势产业，因此相对有较多矿山供给。但湖北省采矿权规划仍然纳入了矿产资源总体规划，资源供给相对丰富但过剩的可能性并不高。以华东为主的周边市场资源并不富集且矿权规划较少，区域市场整体供大于求较难出现。
- ◆ **骨料产业有望实现与水泥产业近似的竞合格局，毕竟市场主体高度重合。**

6. 投资策略：深度低估源自线性理解

行业盈利是需求与供给侧动态平衡的结果，当前水泥估值符合短期利润表现但忽视盈利周期性回归的前景。当前悲观预期集中在需求侧，供给侧短期失衡但处在再平衡的过程中。在过去的竞合机制中区域龙头损失部分市场份额，格局被破坏则自然有重新洗牌的必要，但并不等同于过去供给侧稳态机制的丧失。而无论需求及供给都不会是线性恶化，在行业盈利接近亏损的临界点，盈利周期回升有望带来丰厚回报。

当下重要的是充分理解长效机制与短期竞争对资产定价的影响。企业间的博弈虽然导致短期盈利的低迷但必然会换来格局的再平衡，恶性竞争对手的扩张行为将被终结，行业的供给稳态有望回归。在龙头主动发起的博弈中，龙头仍能获取较为理想的利润水平，并维持自如的现金水平。而行业盈利陷入低迷，竞争对手利息支出、资本开支均有需求，天平最终会向何处倾斜不言而喻。而与此同时，龙头的股价却出现了超过行业的下跌幅度，市场似乎完全忽略了对这一主动权的定价而将矛盾集中在了短期盈利上。与之对应的是，格局再平衡后龙头有望取得更为显著的涨幅。未见曙光之时正是逆向投资者布局良机，我们建议布局海螺水泥，关注华新水泥。

水泥股并非价值陷阱。即当下的低谷是周期性而非长期性的，盈利周期回升有望得到市场的正反馈。我们思考出现价值陷阱可能存在以下情形，但并不适用于水泥行业：

1、**资产负债表隐患**：部分权益资产表观估值低但考虑到可能的减值计提使得实际估值难以确认，从而使得市场价值隐含减值折扣。而水泥龙头有极低负债率，资产负债表具备极高现金含量消除这种隐患；

2、**持续下行的盈利预期**：盈利预期持续下行的权益资产总是难以被合理定价，悲观预期的影响可能大过当期利润，产生价值陷阱。在悲观预期这个方面水泥行业或许引领市场，已经处在谷底的资产自然无需担忧已计入定价的因素。

3、**股东权益长期遭到忽视，产生巨大代理成本**：公司价值与股东回报背离产生价值陷阱。而水泥龙头管理层与股东的鱼水之情已在长期以来的高分红及较为合理的资本配置中得到验证，未来股东权益仍将得到足够重视。

7. 风险提示

固定资产投资规模萎缩。我们判断固定资产投资在外需下行期有较高确定性，因此水泥需求复苏有政策端支持。但目前缺乏资金政策层面的清晰布局，有望在两会后进一步明确。前一年采取的财政政策属临时性安排，主要通过政策性银行的信贷及金融工具形成支持，在土地财政缺失的背景下这一资金端的长期持续性还有待明确，可能在未来降杠杆时固定资产投资资金来源面临一定压力，使得固定资产投资出现一定萎缩，届时有可能导致水泥需求再次下滑。

房地产复苏不及预期。我们判断房地产迎来软着陆、弱复苏，并在中长期仍具有

一定潜力。如房地产行业的信用危机延续，且居民购房需求继续向后推移，则房地产行业可能较难实现软着陆与弱复苏。由此会导致水泥行业在需求端继续承受极大压力。

煤炭价格继续上行。我们判断煤炭价格是周期性运行的，当前已处在超过历史中枢价格的位置，有望迎来煤炭价格的均值回归。煤炭成本上行使全行业利润承压，但近期已出现下行趋势，且供给端有望迎来明显缓解，但仍存在未来煤炭价格继续上行的风险。如海外地缘冲突进一步升级，能源危机再次爆发，则煤炭价格可能迎来新的上行期，届时行业的成本压力则较难缓解。

- ◆ 如果煤炭价格上升/下降 50 元/吨，则将行业盈利降低/提升 86.84 亿元。（水泥产量 21.18 亿吨，假设吨水泥煤耗 82kg）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上