

# 水泥

证券研究报告

2024年07月28日

## 当前时点看水泥：错峰是手段，信心是关键

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

林晓龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523050002

linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《水泥-行业研究周报:需求明显走弱,供给同步收缩支撑价格稳定》 2023-12-24
- 2 《水泥-行业研究周报:淡季需求继续下滑,自律加持推动价格小幅提涨》 2023-12-17
- 3 《水泥-行业研究周报:需求环比下滑,局部价格震荡调整》 2023-12-10

### 上半年行业盈利大幅承压，企业利润诉求增强

1-5月水泥行业亏损34亿元，企业亏损面超过55%，从上半年水泥公司发布的业绩预告来看，万年青，上峰水泥，宁夏建材，华润水泥同比大幅下滑60%以上，天山股份、冀东水泥、西藏天路、福建水泥上半年业绩亏损，反映当前水泥行业已面临较大的盈利压力。而水泥行业中，头部企业基本为央企，2023年水泥熟料排名前十水泥企业，央企产能能为7.44亿吨，占比达70%，在整体财政背景承压和国资委加大对上市公司考核背景下，其下半年对利润诉求或将更强，相应的市场策略预计也将会做出调整。

### 短期来看错峰停产仍是维护价格较好的手段，提价持续性要看库存变化

从今年以来各地区涨价情况来看，主要有以下几类：一是企业通过增加错峰停产天数，减少供给的方式来推涨价格；二是受重大会议、环保等因素影响，导致生产端受限，如华北地区；三是成本端预计上涨，企业为传导成本压力而选择涨价。我们认为短期来看错峰停产仍然是最有效的手段，虽然涨价后的持续性有待考验，但其对于价格的托底作用已经验证，而库存的变化可能是涨价持续性的重要观测指标，若库存实现下降，则反映错峰执行状况相对较好，对涨价的支撑更强。

### 分红能力逐渐增强，水泥仍是当前较好的红利资产

水泥行业现款现货的特点使其具备较优的经营质量，过去水泥公司资本开支主要用于项目建设、并购重组、矿权购置等，随着水泥行业需求景气度回落，主业的扩张也阶段性进入尾声，资本开支进入下行周期，而从自由现金流角度，我们观察到头部企业23年已开始改善，未来现金储备仍有望稳健增长。2023年水泥主要上市公司整体分红率达到55%，自18年以来逐步提升（18年约34%），中长期来看，一方面水泥企业的现金储备逐渐增厚，分红能力预计将会增强，另一方面，随着24年初国资委提出将市值管理纳入央企负责人考核，并要求加大现金分红力度，预计未来水泥公司分红意愿也会更强，我们认为水泥仍是当前较好的红利资产。

### 下半年环比改善可能性较大，ROE提升有望催化估值修复

我们对下半年水泥价格仍保持相对乐观，一方面，强利润诉求下，预计头部企业下半年价格推涨的力度也将会加大；另一方面，我们预计下半年产量同比降幅或将逐步收窄，环比有望改善，对涨价提供支撑。过去来看，水泥公司ROE和PB相关性较强，相对PB是未来ROE变动的领先指标，例如海螺水泥相对PB于23Q2基本触底，而后虽然单季度ROE仍在下滑，但23年下半年开始至今相对PB基本稳定在0.54-0.56倍，未出现进一步下降。因此，我们认为当前水泥板块估值已处于历史周期相对底部，随着水泥价格触底回升，ROE有望出现向上拐点，估值端有望逐步修复。推荐西部水泥、海螺水泥、华新水泥、塔牌集团，关注华润建材科技。

**风险提示：**需求下滑超预期、错峰执行不佳、价格上涨不及预期等。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
02233.HK	西部水泥	1.07	买入	0.08	0.26	0.37	0.51	13.38	4.12	2.89	2.10
600585.SH	海螺水泥	23.92	买入	1.97	2.53	2.81	3.07	12.14	9.45	8.51	7.79
600801.SH	华新水泥	14.23	买入	1.33	1.55	1.76	1.98	10.70	9.18	8.09	7.19
002233.SZ	塔牌集团	7.22	增持	0.62	0.71	0.80	0.89	11.65	10.17	9.03	8.11
600326.SH	西藏天路	4.32	买入	-0.42	0.09	0.34	0.72	-10.29	48.00	12.71	6.00

资料来源：Wind、天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

注：西部水泥收盘价、EPS单位分别为港元、港元/股；西部水泥EPS预测来源于Wind一致预期，其余公司EPS预测均来源于天风建材团队

## 内容目录

1. 上半年行业盈利大幅承压，企业利润诉求增长.....	3
2. 短期来看错峰停产仍是维护价格较好的手段，关注库存变化.....	3
3. 资本开支进入下行期，分红能力进一步增强.....	6
4. 投资建议.....	9
5. 风险提示.....	9

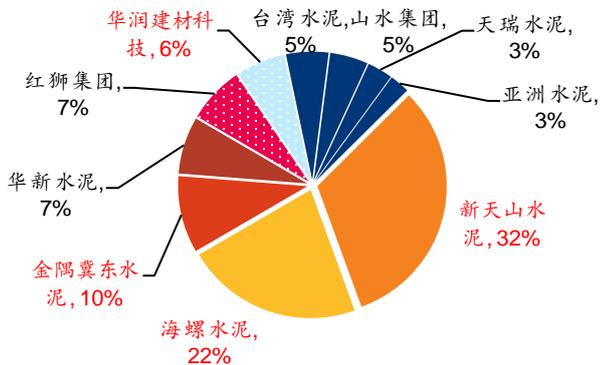
## 图表目录

图 1：2023 年水泥熟料前十产能及占比 .....	3
图 2：2013-2024 年 5 月水泥行业利润情况 .....	3
图 3：海螺水泥资本开支情况 .....	7
图 4：海螺水泥自由现金流情况 .....	7
图 5：海螺水泥单季度 ROE 及相对 PB 统计 .....	8
表 1：水泥企业单季度归母净利润（亿元）及同比增速 .....	3
表 2：2023 年和 2024 年各地区错峰生产要求对比 .....	4
表 3：24 年各地区水泥涨价情况统计（截至 7 月 12 日） .....	5
表 4：水泥公司分红情况 .....	7
表 5：各水泥公司经营情况 .....	9

## 1. 上半年行业盈利大幅承压，企业利润诉求增长

上半年水泥行业盈利大幅承压，企业利润诉求明显增强。我们统计的 13 家水泥上市公司 24 年一季度合计归母净利润亏损 15 亿元，系 16 年以来单季度首次亏损，且亏损总额超过上一轮 15-16 年底部。据数字水泥网统计，1-5 月水泥行业亏损 34 亿元，企业亏损面超过 55%，从上半年水泥公司发布的业绩预告来看，万年青，上峰水泥，宁夏建材，华润水泥同比大幅下滑 60% 以上，天山股份、冀东水泥、西藏天路、福建水泥上半年业绩亏损，反映当前水泥行业已面临较大的盈利压力。而水泥行业中，头部企业基本为央国企，2023 年水泥熟料排名前十水泥企业，央企产能达 7.44 亿吨，占比达 70%，在整体财政背景承压和国企央企加大对上市公司考核背景下，其下半年对利润诉求或将更强。

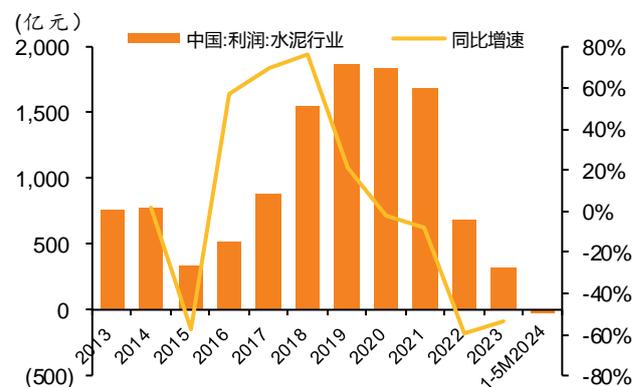
图 1：2023 年水泥熟料前十产能及占比



资料来源：水泥网、天风证券研究所

注：标红为央国企

图 2：2013-2024 年 5 月水泥行业利润情况



资料来源：Wind、中国水泥杂志公众号、新华网、数字水泥网、天风证券研究所

究所

表 1：水泥企业单季度归母净利润（亿元）及同比增速

公司名称	23Q1		23Q2		23Q3		23Q4		24Q1		24Q2	
	归母净利润	同比	归母净利润	同比增速	归母净利润	同比	归母净利润	同比	归母净利润	同比	归母净利润	同比
海螺水泥	25.5	-48%	39.2	-20%	22.0	-15%	17.6	-46%	15.0	-41%	——	——
天山股份	-12.3	-220%	13.7	-44%	-0.9	-116%	19.1	301%	-19.2	-56%	-12.8	由盈转亏
冀东水泥	-7.9	-240%	4.2	-69%	0.5	-91%	-11.8	-325%	-11.0	-39%	2.9	-31%
华新水泥	2.5	-63%	9.4	3%	6.8	7%	8.9	87%	1.8	-28%	——	——
上峰水泥	1.7	-49%	3.6	-2%	1.7	22%	0.4	-57%	0.1	-92%	——	——
万年青	0.9	-56%	1.7	-38%	0.4	-44%	-0.8	55%	-0.1	-110%	0.1	-94%
福建水泥	-1.0	-107%	-0.3	20%	-0.9	14%	-0.9	-115%	-0.8	16%	-0.2	亏损减小
塔牌集团	2.3	342%	2.5	107%	1.3	284%	1.3	-21%	1.5	-36%	0.8	-68%
华润水泥	-0.3	-105%	6.1	-39%	0.8	171%	-0.1	-115%	-0.3	11%	1.8	70%
宁夏建材	0.1	-56%	1.5	-61%	1.4	-35%	0.1	108%	-0.2	-339%	0.7	-53%
青松建化	0.1	182%	2.6	5%	2.4	62%	-0.4	-366%	-0.1	-298%	——	——
西藏天路	-0.8	-50%	-1.5	-76%	-0.3	63%	-2.7	-1%	-0.7	13%	-0.1	亏损减小
亚洲水泥	0.4	-67%	1.6	-18%	-0.8	-234%	-0.1	-121%	-1.3	-419%	——	——
合计	11.1	——	84.3	——	34.3	——	30.5	——	-15.3	——	——	——

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 短期来看错峰停产仍是维护价格较好的手段，关注库存变化

2024 年各地错峰生产力度进一步加强，错峰提价已成常规手段。从今年以来各地区价格情况来看，主要有以下几类：一是企业通过增加错峰停产天数，减少供给的方式来维护价格；二是受重大会议、环保等因素影响，导致生产端受限，如华北地区；三是成本端预计上涨，企业为传导成本压力而选择涨价（如 5 月底 6 月初受新国标影响的一轮全国大范围的提价）。而通过错峰停产方式推涨价格也是全国最为普遍的方式，今年以来，全国错峰停产天数较 2023 年进一步增长，其中华东长三角地区在 7 月份停产 10 天的基础上，相比

去年增加了 8 月份多停 10 天的计划，华中两湖地区二季度同比多停 10-15 天，华南两广地区 6-8 月多停 10 天左右，而东北地区 5-7 月停产天数同比增加 15-20 天，从力度来看，东北地区的停产力度最大。

表 2：2023 年和 2024 年各地区错峰生产要求对比

区域	省市	2023 年	2024 年
西北	陕西	采暖季 100 天，5-7 月 30 天	采暖季 100 天，5-8 个每月 15 天
	宁夏	采暖季 130 天，5-7 月 30 天	采暖季 150 天，5 月 10 天，6-7 月每月 15 天
	新疆	采暖季 165-180 天。6 月 30 天	采暖季 182 天，部分地区 5-7 月每月 30 天，8-9 月共停 15-45 天不等
	青海	采暖季 120 天，5 月 30 天	采暖季 120 天，6 月 25 天，7 月 20 天
	甘肃	采暖季 100 天，5-6 月 15 天，8-9 月 15 天	采暖季 100 天，4-5 月 20 天，7 月 15 天，9 月 10 天
华北	河北	采暖季 120 天，4-5 月 10 天，6 月、8 月各 15 天	采暖季 120 天，4-5 月 20 天，6-7 月每月 10 天
	山西	采暖季 77-120 天，4 月 10 天，5-6 月 15 天，7-8 月 20 天，9-10 月 15-19 天	采暖季 120 天，非采暖季不低于 80 天
	内蒙古	采暖季 120 天，4-6 月 30 天，7 月 30 天	采暖季 120 天，5-11 月每月 15 天
东北	黑龙江	采暖季 152 天，6 月 10 天，7 月 15 天，9 月 10 天	采暖季 152 天，5-8 月每月 15 天
	吉林	采暖季 150 天，6 月 10 天，7 月 15 天，9 月 10 天	采暖季 150 天，5-8 月每月 15 天
	辽宁	采暖季 135 天，4-5 月 15 天，7 月 15 天，9 月、10 月各 10 天	采暖季 90 天，5-8 月每月 15 天
华东	山东	秋冬季 120 天，5 月/7 月/8 月/9-10 月各 15 天	秋冬季 120 天，4-5 月 20 天，6 月 20 天，7-8 月 20 天，9-10 月 20 天
	江西	一季度 40 天，二季度 20 天，三季度 20 天，四季度 17 天	一季度 45 天，4-5 月 15 天，6 月 15 天，全年 100 天
	江苏	一季度 45 天，二季度 20 天，7 月 10 天，11-12 月 10 天	一季度 40 天，二季度 20 天，7-8 月每月 10 天，全年计划 80 天
	浙江	一季度 35 天，二季度 20 天，三季度 30 天，11-12 月 10 天	一季度 40 天，二季度 20 天，7-8 月每月 10 天，全年计划 81 天
	安徽	一季度 30 天，二季度 30 天，7 月 10 天，巢湖 11-12 月 10 天	环巢湖一季度 35 天，二季度 20 天，7-8 月每月 10 天
	福建	一季度 45 天，二季度 30 天，8-9 月 15 天，10 月 12 天，11 月/12 月各 10 天	一季度 50 天，5-6 月 30 天，全年 155 天
	河南	采暖季 120 天，4-5 月 20 天，6 月 20 天，8-9 月 20 天，9 月底起 15 天	采暖季错峰 125 天，4 月 20 天，6 月 20 天
华中	湖北	一季度 40 天，二、三季度各 10 天，四季度 10 天，鄂西 7-9 月加 30 天	一季度 30-40 天，二季度 20 天
	湖南	一季度 55 天，二季度 45 天，三季度 35 天，四季度 35 天	一季度 45 天，二季度 60 天
华南	广西	一季度 50 天，二季度 40 天，三季度 30 天，四季度 20 天	全年 150 天，一季度执行 30%，二三季度 25%，四季度 20%
	广东	1-4 月 50 天，5-8 月 30 天	1-4 月 40 天，6-8 月 40 天，全年 90 天
西南	四川	一季度 45 天，二季度 40 天，三季度 45 天，10 月 15 天，11 月 15 天，全年 130+X 天	一季度 55 天，二季度 40 天，4-6 月每月 13 天，7-8 月每月 15 天，全年 140+X 天
	重庆	全年 150+X 天	一季度 60 天，二季度 50 天，4-5 月每月 15 天，6-8 月每月 20 天，全年 150+X 天

云南	一季度 60 天，二季度 50 天，三季度 60 天，四季度 45 天	一季度 60 天，二季度 45-60 天，三季度 60 天
贵州	一季度 60 天，二季度 60 天，三季度 55 天，四季度 60 天	一季度 65 天，二季度 60 天，三季度 65 天，四季度 60 天，全年 230 天
西藏	全年计划 165 天	一季度 90 天

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

我们认为短期来看错峰停产仍然是最有效的手段，虽然涨价后的持续性有待考验，但其对于价格更多是起到托底的作用。要想使得涨价有较好的持续性，我们认为需要有降库的支撑。回顾上半年，华东地区在 4、5 月份分别通过错峰停产的方式进行提价，从实际效果来看，第二轮要好于第一轮，从库存水平来看，4 月份执行错峰后，5 月整体库存水平仍旧在 70%以上高位，未出现明显下滑，而 6 月库存逐渐至 70%以下，因此库存的变化可能是涨价持续性的一个重要支撑，若库存实现下降，则反映错峰执行状况相对较好，提价接受度较高。东北地区二季度错峰天数同比增长最多，区域库存水平始终维持在 50%以下的相对低位，因此东北地区水泥价格得以从 4 月底的 357 元/吨上涨至 7 月上旬的 533 元/吨，涨幅 176 元/吨，较其他区域价格涨幅最高。总结来看，想要实现库存的下降，一是错峰力度要进一步加强，达到主动去库存效果；二是需求端环比出现改善，实现被动去库存。

我们对下半年水泥价格仍保持相对乐观，一方面，前文我们讲到水泥行业中产能规模排名前三的企业均为央国企，在上半年业绩表现不佳后，下半年以量换价的诉求将会更强，错峰停产的力度仍有望加大，价格推涨的力度也将会加大；另一方面，上半年水泥产量同比下滑 10%，根据市场预期全年下滑 5%左右，则对应下半年产量同比或将持平，环比增长 20%+，需求端也有望发力，对涨价提供支撑。

表 3：24 年各地区水泥涨价情况统计（截至 7 月 12 日）

区域	24 年以来涨价情况
华北	<p>3 月上旬河北地区水泥推涨 30 元/吨，主要受两会召开、环保管控等影响，生产端受限制。</p> <p>3 月下旬京津唐地区水泥价格上涨 20-30 元/吨，主要系错峰及环保管控时间较长，企业改善经营诉求较强。</p> <p>6 月初京津冀上调 30-50 元/吨不等，因执行错峰使得供给减少，同时传导成本上涨压力。</p>
东北	<p>4 月底东北涨价 10-40 元/吨不等，因企业持续亏损，涨价意愿强烈，同时配合错峰停产等方式。</p> <p>5 月上旬辽宁涨价 10 元/吨，需求环比略有好转，叠加库存降至低位对涨价形成支撑。</p> <p>5 月中旬东三省地区水泥价格第二轮上涨，幅度约 30 元/吨，价格上调原因：一是企业正在执行错峰生产，库存降至低位，且 6 月 1 日起，区域内继续增加错峰生产 15 天，市场供需关系明显改善，库存均处于低位或空库状态；二是第一轮价格落实情况良好，下游接受度较高，企业信心增加；三是前期各企业亏损严重，为改善经营状况，继续推涨价格。</p> <p>5 月底东三省继续上涨 20-60 元/吨，由于前期三轮涨价落实情况较好，企业信心增强，且即将执行错峰生产，企业为提升盈利再度涨价</p> <p>6 月初辽宁上涨 60 元/吨，因错峰执行较好，且库存持续处于低位。</p> <p>7 月中上旬东三省上涨 50-60 元/吨，企业正在执行错峰生产，行业供需关系良好，企业为提升盈利，再度涨价。</p>
华东	<p>4 月中旬长三角地区开始节后第一轮提价，上调 30 元/吨，主要系部分地区水泥价格已跌破成本线，为改善运营质量，主导企业通过增加错峰方式积极引领复价</p> <p>5 月下旬长三角地区开启第二轮涨价，推涨 50 元/吨，实际落实 30 元/吨，因一是前期价格上调已全部回落，且部分企业在此基础上继续下调 10 元/吨，价格水平偏低，多数企业处于亏损状态；二是企业计划二季度错峰生产停满 20 天，未达到要求进行补停；三是 6 月 1 日起，水泥将执行新标准，生产成本上升，为改善当前经营状况，企业大幅推动价格上调。</p> <p>7 月中上旬长三角再次涨价 40-50 元/吨，因 7-8 月份，企业增加错峰生产 20 天，市场供需关系将得到改善，加之此前价格一直处于底部，为提升盈利，企业再次推涨价格；</p>

华中	<p>3月中上旬河南水泥价格连续推涨两轮，累计涨幅40元/吨，主要为改善经营状况，通过增加错峰停产方式提价。</p> <p>3月下旬湖南涨价30元/吨，主要系前期价格回落后盈利压力加大，依靠企业自律推涨价格，以涨促稳。</p> <p>4月初河南水泥价格再度推涨30元/吨，因前期涨价后有所回落，企业通过增加错峰方式来提价。</p> <p>4月中旬湖北水泥价格上调30元/吨，前期价格不断下调，企业出现亏损，受长江沿线各区域价格上涨带动，为改善盈利，企业积极上调价格。</p> <p>4月中下旬湖南、河南涨价10-20元/吨，因前期价格上调不到位，为改善经营状况，企业积极推涨价格。</p> <p>5月底两湖地区涨价20-30元/吨，湖南地区正在执行错峰生产，库存压力有所缓解，二是水泥新标准执行在即，企业生产成本进一步增加，为改善运营质量，积极推动价格上调。湖北地区受湖南涨价拉动。</p> <p>5月中旬河南涨价50元/吨，价格上调原因：一是5-6月份企业再次增加30天错峰生产，减产50%；二是水泥价格经过不断回落，已降至底部，为提升盈利，企业大幅推涨价格。</p> <p>6月中旬湖南上涨30元/吨，煤炭等原材料价格居高不下，企业生产成本压力较大，以及前期涨价回落10元/吨，为稳定价格，提升盈利，企业再次公布价格上调。</p>
华南	<p>2月底3月度两广地区水泥价格上调20-30元/吨，主要系企业在执行一季度测错峰，库存无压力；二是西江部分船闸检修，广西水泥进入首先，三是为提振市场信心，防止开市后市场价格回落。</p> <p>4月底广西涨价10元/吨，因前期价格持续回落，企业经营压力较大。</p> <p>6月初广西涨价30元/吨，一是6月份企业计划执行错峰生产15-20天，市场供应减少；二是前期涨价多数地区已回落至涨前水平，整体价格仍偏低，同时煤炭等原材料价格居高不下，为传递成本上升压力，企业再次公布价格上调。</p> <p>6月中下旬两广涨价30元/吨，一是前期价格持续回落，目前已跌至底部；二是5-8月份企业执行错峰生产40天，减产约30%；三是广西地区水泥价格陆续上涨，为提升盈利，企业涨价意愿强烈。</p> <p>6月底广东第二轮上调20-25元/吨，价格上调原因：一是前期北江处于停航状态，各地区中转库的库存基本消化至低位甚至空库；二是第一轮涨价后，市场接受度良好，企业信心增加，为提升盈利，再次上调价格。</p>
西南	<p>3月底成都上涨30元/吨，依靠行业自律推涨。</p> <p>4月中旬重庆上涨20-30元/吨，前期价格基本降至底部，企业经营压力较大，通过错峰方式提价。</p> <p>4月底重庆第二轮涨价30元/吨，上一轮涨价后小幅回落，随着需求环比好转及库存降至低位，第二轮涨价基本落实到位。</p> <p>5月下旬重庆第三轮涨价15元/吨，企业错峰生产执行情况较好，库存多在中等水平，随着生产成本增加，主导企业继续引领价格上涨。</p> <p>5月下旬贵州上涨30-50元/吨，原材料成本持续高位，以及长时间停窑减产（停窑率70%左右），水泥生产成本显著增加，且前期价格不断回落，降至较低水平，为减少亏损，主导企业积极引领价格上涨。</p> <p>5月底四川、云南涨价40元/吨，一方面因执行错峰使得供给压力减弱，另一方面为传导新国标后成本上涨压力。</p> <p>6月上旬贵州地区第二轮价格上调陆续执行，不同地级市两轮累计上涨60-100元/吨。长时间大力度的停窑减产以及新国标实施后，企业生产成本显著增加，为了减少亏损，提升运营质量，主导企业继续引领价格上调。</p> <p>6月中旬重庆公布价格上调100-130元/吨不等。实际落实幅度在50-100元/吨不等。价格上调原因：一是6-8月份，每月增加错峰生产20天，供给减少70%左右；二是煤炭等原材料价格居高不下，以及上半年企业普遍处于亏损状态，为提升盈利，主导企业再次引领价格上涨。</p>
西北	<p>4月底甘肃涨价20元/吨，通过错峰方式提价。</p> <p>6月中旬甘肃上调50元/吨，7月份，企业执行为期20天错峰生产，供给大幅减少，且前期价格推涨均未落实到位，为改善经营质量，企业再次尝试上调价格。</p>

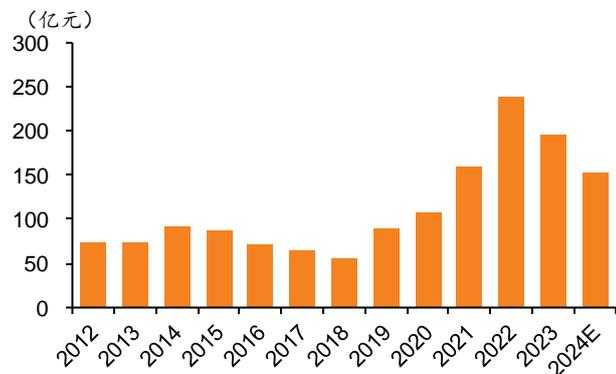
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

### 3. 资本开支进入下行期，分红能力进一步增强

**资本开支进入下行期，分红能力增强。**水泥龙头海螺水泥过去资本开支主要用于项目建设、并购重组、矿权购置等，2022年公司资本开支达到顶峰239亿元，但2023年以来，随着水泥行业需求景气度回落，公司的扩张也阶段性进入尾声，资本开支下降至195亿元，2024年预计进一步降低至152亿元。而从自由现金流角度，公司2023年自由现金流达到173

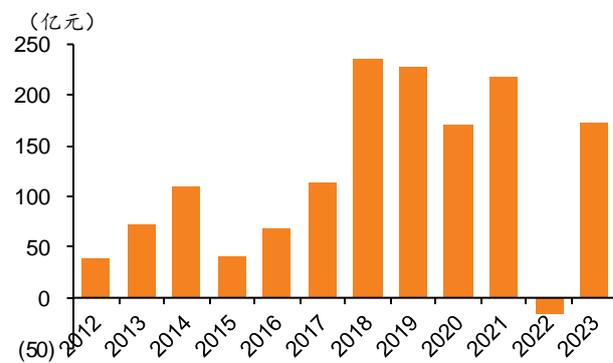
亿元,较 2022 年明显改善,虽比 18-21 年高峰期有所下降,但仍然远高于 17 年之前水平。我们认为头部企业的表现能够一定程度上代表整个行业的变化,由于水泥行业一般实行现款现货交易,经营性现金流状况相对较优,而资本开支将逐渐下降,水泥企业的现金储备仍有望稳步增长。

图 3: 海螺水泥资本开支情况



资料来源: 海螺水泥公司公告、天风证券研究所

图 4: 海螺水泥自由现金流情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

水泥公司分红比例自 18 年以来逐年提升。我们统计了 2018 年以来的分红情况, 2018 年现金分红(含回购)总额为 168 亿, 分红比例为 34%, 2023 年已达 55%。从分红金额来看, 2021 年水泥行业主要上市公司共分红 251 亿, 创下阶段性新高, 而后受行业盈利下滑影响, 分红金额有所下降, 但分红比例自 18 年开始逐年提升。分公司来看, 塔牌集团分红水平相对较高, 2023 年达到 79%, 海螺水泥、上峰水泥、天山股份 2023 年提升至 50%及以上, 万年青相对较低, 冀东水泥由于 23 年亏损未进行现金分红。中长期来看, 一方面水泥企业的现金储备逐渐增厚, 分红能力预计将会增强, 另一方面, 随着 24 年初国资委提出将市值管理纳入央企负责人考核, 并要求加大现金分红力度, 预计未来水泥公司分红意愿也会更强, 我们认为水泥仍是当前较好的红利资产。

表 4: 水泥公司分红情况

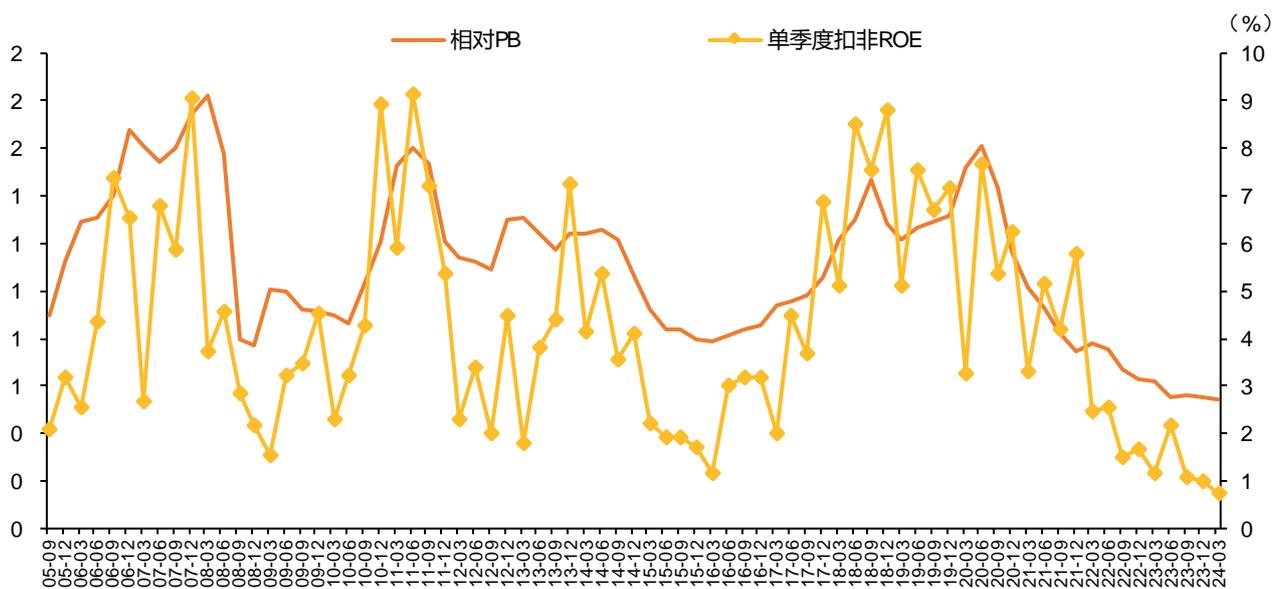
公司名称	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额	分红比例	分红总额
海螺水泥	30%	89.6	32%	106.0	32%	112.3	38%	126.1	50%	78.4	52%	54.1
天山股份	32%	4.0	33%	5.3	33%	5.0	23%	28.6	51%	23.4	50%	9.9
冀东水泥	36%	5.4	25%	6.7	25%	7.1	71%	19.9	50%	6.7	0%	
华润建材科技	48%	33.3	48%	37.7	48%	36.6	39%	30.6	41%	8.0	47%	3.0
华新水泥	33%	17.2	40%	25.3	40%	22.6	39%	20.9	40%	10.7	40%	11.0
塔牌集团	59%	10.1	58%	10.1	50%	8.9	54%	10.0	133%	3.5	79%	5.9
上峰水泥	22%	3.2	31%	7.2	34%	6.8	37%	8.1	35%	3.3	51%	3.8
万年青	43%	4.9	41%	5.6	38%	5.6	40%	6.4	53%	2.1	31%	0.7
合计	34%	168	35%	204	35%	205	37%	251	49%	136	55%	88

资料来源: Wind、天风证券研究所

注: 现金分红总额含回购, 单位: 亿元

相对 PB 反映未来 ROE 变动预期, 下半年估值存修复空间。我们用水泥公司市净率/沪深 300 市净率代表水泥的相对估值, 以海螺水泥为例, 从过去 20 年来看, 海螺水泥 ROE 提升往往能催化相对 PB 提升, 如 05-07 年、09-11 年以及 15-18 年, 而从 20 年开始, ROE 进入下行通道, 相对估值也持续下滑, 但相对 PB 是未来 ROE 变动的领先指标, 例如海螺水泥相对 PB 于 23Q2 基本触底, 而后虽然单季度 ROE 仍在下滑, 但 23 年下半年开始至今相对 PB 基本稳定在 0.54-0.56 倍, 未出现进一步下降。因此, 我们认为当前水泥板块估值已处于历史周期相对底部, 随着水泥价格触底回升, ROE 有望出现向上拐点, 估值端有望逐步修复。

图 5：海螺水泥单季度 ROE 及相对 PB 统计



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 4. 投资建议

我们认为可以通过三条主线筛选优质企业：1) 水泥业务具备较厚盈利底（体现在上半年行业历史底部利润仍为正），分红能力强，股息率较高，推荐海螺水泥、塔牌集团，关注华润建材科技。2) 非水泥业务和海外水泥业务的第二增长曲线驱动，推荐西部水泥、华新水泥。华新水泥23年非水泥业务收入占比+10.7pct达43%，毛利占比高达44%，且公司海外业务收入占比+2.4pct达16.3%。公司不断扩张海外布局，增长动能显著；西部水泥作为中资出海非洲的龙头企业，23年海外利润已成为主要增长点，随着24-26年产能逐步落地，海外利润仍有较大增长弹性；3) 区域需求有催化，例如西藏，或受益于墨脱水电站建设，需求端有望持续放量，一方面区域水泥价格看涨空间大，另一方面随着产能利用率提升，公司成本端也有下降空间，推荐西藏天路。

表 5：各水泥公司经营情况

公司名称	总市值 (亿元)	销量 (万吨)	吨均价 (元/吨)	吨成本 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	归母吨 净利 (亿元)	自由现 金流 (亿元)	净现金 (亿元)	PB.LF	分红比 率	股息率
海螺水泥	1,193	29300	266	199	67	37	172.7	493.0	0.70	51.82%	3.97%
天山股份	372	26332	270	231	39	2	-23.3	-883.9	0.46	50.26%	2.66%
冀东水泥	113	9324	258	235	23	-19	18.5	-135.9	0.41	—	—
华新水泥	242	6190	311	231	81	26	12.3	-126.3	1.05	39.89%	3.76%
塔牌集团	84	1852	283	210	73	36	2.7	54.9	0.73	78.95%	6.96%
上峰水泥	60	2145	249	188	60	18	5.9	13.4	0.70	51.38%	6.40%
福建水泥	12	855	238	254	-16	-34	-2.1	-15.1	1.12	0.00%	0.00%
万年青	35	2449	214	214	0	-10	0.5	14.9	0.51	31.40%	2.07%
青松建化	49	902	405	268	138	78	4.7	-1.8	0.81	34.63%	3.29%
华润建材 科技	134	6455	273	240	32	-17	-11.5	-134.9	0.28	46.75%	2.45%
西部水泥	58	2050	392	281	111	31	-14.1	-86.2	0.43	29.82%	2.36%
西藏天路	57	407	524	439	85	-8	1.3	-17.6	1.56	—	—

资料来源：Wind、各公司公告、天风证券研究所

注：1) 统计口径为水泥+熟料；2) 市值、PB、股息率数据截止 2024/7/23，其余数据截止 2023 年末。

## 5. 风险提示

**需求下滑超预期：**水泥价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，但若后续因天气、政策等原因导致基建、地产开复工持续性不及预期，可能导致水泥价格上涨持续性不及预期。

**错峰执行不佳：**此轮水泥价格推涨受供给端收紧影响较大，今年各地错峰生产力度进一步加强，错峰提价已成常规手段。但错峰执行落实程度受龙头企业带头积极性、小企业配合度，以及行业协会监管力度等多方因素影响，若企业协同错峰意愿出现变数，则行业格局可能受到扰乱。

**价格上涨不及预期：**今年二季度以来各地水泥价格经历多轮推涨，主要受水泥企业盈利承压过大，从而对利润诉求有所提升，协同推涨价格意愿较强所致。若未来协同出现变数，或需求端支撑性不足导致下游接受度较低，可能出现价格上涨不及预期的情况。

## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com