东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

水泥：区域分层与资产负债表

增持（维持）

2026 年 11 月 19 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

相关研究

《小家电：市值分层与经营模式差异》
2026-11-14

《半导体：七类环节的反弹节奏与盈利面》
2026-11-14

投资要点

1. 指数抗跌由两家权重股贡献，内部分化远大于指数读数。等权指数自基期下跌 15.69%、市值加权下跌 9.80%，同期国证 2000 下跌 25.08%，两个口径分别跑赢 9.39 与 15.28 个百分点；个股区间位置中位只有 11.21%，62.30% 的市值压在位置 60% 以上的 6 只上，最高与最低读数相差 58.04 个百分点。

2. 区域分层比一体化分层更能解释这一轮差异。南方 7 只区间位置中位 54.95%、净利率中位 0.90%，北方 8 只分别为 3.37% 与 -9.00%，资产负债率中位 69.35% 比华东的 34.58% 高 34.77 个百分点；三片量比分别为 0.71、0.83 与 0.82，均低于 1。

3. 一体化抬升毛利率的假设在本期不成立。一体化 6 只毛利率中位 16.30%，水泥主导 8 只 16.46%，相关系数 -0.03；骨料毛利率中位 35.38%、商混 13.80%，商混占比越高，合并后的毛利率越被摊薄。

4. 三季报亏损面过半，收入下滑越深杠杆越高。21 只中 12 只归母净利为负，合计 -16.42 亿元；营业收入同比中位 -17.97%，19 只为负；降幅超过 20% 的 9 只负债率中位 69.49%、7 只亏损，而经营活动现金流量净额为正的仍有 17 只。

5. 亏损使 PE 失效，PB 分层反映的是净资产被侵蚀。PE(TTM) 仅 6 只有读数、中位 25.66 倍，整体法不适用；PB 1.5 倍以上的 7 只负债率中位 78.78%、净利率 -12.60%，负债率与 PB 的相关系数为 0.67，PB 低于 0.8 倍的 9 只负债率中位仅 28.77%。

6. 现金流仍在，分红的可持续性取决于资本开支。经营活动现金流量净额为正的 17 只，现金流除以营业收入中位 9.19%；资本开支强度中位 7.10%，下游制品组 -3.31%；分红率超过 90% 的有 3 家，派息额已超过滚动净利。

7. 位置呈双峰，涨跌两端各自对应一种定价。位置 60% 以上的 6 只近 20 日涨幅中位 +10.16%、量比 1.58；恰好位于区间最低的 5 只为 -12.82%、量比 0.53；涨幅前六中只有华新建材收入与利润同时正增长，跌幅前六中 5 只位置在 0.44% 以下。

■ **风险提示：**区域水泥价格与产能利用率缺少统一接口，盈利分层依赖代理变量；需求端 19 只营业收入负增长，亏损面可能继续扩大；亏损侵蚀净资产会放大 PB 读数，高 PB 不等于溢价；分红率超过 90% 的 3 家依赖存量现金；北方组资产负债率中位 69.35%，债务滚续依赖再融资环境；下游制品组应收账款与合同资产占用大；一体化与毛利率不相关且可拆分样本仅 10 只，结论稳健性有限；量比中位 0.76，流动性偏弱放大两端波动。本报告数据统一截至 2026 年 11 月 16 日收盘，不构成具体个股的投资建议。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现：抗跌由权重股贡献，内部分化按区域与杠杆 4
2. 分层结构：三片区域与一体化程度 6
2.1. 三片区域的价格与位置 6
2.2. 收入结构决定的毛利率边界 7
2.3. 一体化之外的三个结构差异 8
3. 2026 年三季报：亏损面与现金流 9
4. 位置分层与量能 10
5. 估值与分红 11
6. 个股分布 12
7. 主要判断 13
8. 风险提示 14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

表 1: 本报告自算指数与基准指数的五个口径.....5
表 2: 三片区域的行情读数.....6
表 3: 三片区域的盈利与杠杆读数.....7
表 4: 一体化程度三组的盈利与结构读数.....8
表 5: 2026 年三季报营收增速分布.....9
表 6: 按区间位置分层的行情与估值读数.....10
表 7: PB 分档的行情与财务读数.....11
表 8: 近 20 日涨幅前六.....12
表 9: 近 20 日跌幅前六.....13

1. 核心发现：抗跌由权重股贡献，内部分化按区域与杠杆

2026 年 11 月 16 日，A 股主要指数同步回落。国证 2000 指数收于 8198.50 点，下跌 3.11%；深证成指收于 10690.78 点，下跌 2.53%；沪深 300 指数收于 3979.80 点，下跌 0.91%；科创 50 指数收于 1213.68 点，下跌 5.16%。中小盘跌幅大于大盘，风格上偏向大盘价值的一端在这一天相对占优。

本报告所指水泥为申万二级行业分类名称，隶属申万一级建筑材料，下含水泥制造与水泥制品两个申万三级环节。样本取该行业全部 A 股 21 只，其中水泥制造 14 只、水泥制品 7 只，不做事前市值筛选。按 11 月 16 日收盘价计，样本市值合计 2524.10 亿元，中位 52.47 亿元，市值不超过 100 亿元的 16 只，前五家合计占 73.17%，海螺水泥一家占 36.72%。市值口径由 11 月 3 日清单值按同一股本与收盘价比例缩放得到。全文行情统一到 11 月 16 日收盘，财务数据为 2026 年三季报，21 只均已披露，公告日集中在 10 月 22 日至 10 月 31 日。

把窗口从基期拉到现在，水泥的跌幅小于中小盘基准。2026 年 4 月 27 日至 11 月 16 日，本报告自算的等权指数从 100 降至 84.31，跌幅 15.69%；总市值加权口径降至 90.20，跌幅 9.80%。同期国证 2000 下跌 25.08%，深证成指下跌 28.71%，科创 50 下跌 19.54%，沪深 300 下跌 16.58%。等权口径跑赢国证 2000 达 9.39 个百分点，市值加权口径跑赢 15.28 个百分点；对沪深 300，两个口径分别领先 0.89 与 6.78 个百分点。中小盘基准跌得更深，是这一轮相对强度成立的前提。

拉近看，近期仍在小幅回落，但相对强度没有消失。近 20 个交易日（10 月 19 日收盘至 11 月 16 日收盘），等权指数下跌 3.64%，国证 2000 下跌 7.60%，等权口径领先 3.96 个百分点；近 60 个交易日（8 月 14 日收盘至 11 月 16 日收盘），等权指数下跌 0.29%，国证 2000 下跌 18.95%，领先 18.66 个百分点。近 5 个交易日（11 月 9 日收盘至 11 月 16 日收盘），等权指数上涨 0.04%，国证 2000 下跌 4.64%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：本报告自算指数与基准指数的五个口径

口径	点位	自基期	当日	5 日	20 日	60 日	位置
等权	84.31	-15.69%	-0.01%	+0.04%	-3.64%	-0.29%	37.64%
市值加权	90.20	-9.80%	+1.23%	-0.84%	-1.10%	+1.97%	69.25%
个股中位	—	—	-0.56%	-1.39%	-6.52%	-6.34%	11.21%
国证 2000	8198.50	-25.08%	-3.11%	-4.64%	-7.60%	-18.95%	—
差值	—	+9.39	—	+4.68	+3.96	+18.66	—

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：指数以 2026 年 4 月 27 日为基期 100，等权与市值加权均由本报告 21 只样本自行合成，与申万行业指数不可直接比较；成分逐日可变，市值权重按 2026 年 11 月 3 日股本口径计算；区间位置为最近 115 个交易日收盘点位在区间最高与最低之间的位次；近 5 日、近 20 日、近 60 日分别为 11 月 9 日、10 月 19 日、8 月 14 日收盘至 11 月 16 日收盘；国证 2000 一行的区间位置留空，因该指数日线在本报告取数窗口内不足 115 个交易日，与其他行不可比；末行“差值”为等权口径减国证 2000，读数单位为百分点，故不带百分号；其余百分数读数单位均为 %，横线表示无读数或该行不适用，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

指数层面的抗跌掩盖了内部分化，这是本报告要处理的第一个问题。个股区间位置中位只有 11.21%，等权指数位置 37.64%，市值加权 69.25%，最高与最低相差 58.04 个百分点。差距的来源是权重：位置在 60% 以上的 6 只合计市值 1572.40 亿元，占样本 62.30%，其中海螺水泥 926.77 亿元、华新建材 473.81 亿元。等权口径把 21 只同等处理，市值加权把 62% 的权重压在这 6 只上。判断行业位置时，等权口径更接近多数公司的处境。

第二个问题是这批公司自身分化有多深。21 只中 12 只 2026 年三季报归母净利润为负，占比 57.14%；净利为正的 9 只合计 94.46 亿元，为负的 12 只合计亏损 110.88 亿元，相抵后全样本归母净利 -16.42 亿元。亏损集中度高：天山股份 -48.44 亿元、金隅集团 -36.68 亿元，两家合计 -85.12 亿元，相当于全部亏损额的 76.77%。

第三个问题是分层的依据。市场习惯用一体化程度解释水泥公司的盈利差异，本报告按 2026 年中报主营业务构成做了检验，结论不支持这一解释：一体化程度较高的 6 只毛利率中位 16.30%，水泥主导的 8 只为 16.46%，相差 0.16 个百分点，相关系数 -0.03。分出层次的是区域与资产负债表：南方 7 只区间位置中位 54.95%、净利率中位 0.90%，北方 8 只分别为 3.37% 与 -9.00%，资产负债率中位 69.35% 比华东的 34.58% 高 34.77 个百分点。

数据边界需要先说清楚。区域水泥价格、产能利用率、吨毛利三项缺少覆盖全 A 水泥公司的统一接口，各家披露口径也不一致，本报告据此不对吨价作任何估算，改用毛利率、净利率、经营现金流与资产负债率刻画价格结果。资本开支强度只能从年报的经营现金流与自由现金流差额还原，21 只中 12 只可算。分红率为股息率（滚动十二个

请务必阅读正文之后的免责声明部分

月）乘 PE(TTM) 的折算值，可读 6 只，不是公司公告口径。主营构成取 2026 年中报，与三季报利润表存在期间差异。

2. 分层结构：三片区域与一体化程度

分层的目的是把“收入靠什么、毛利率由什么决定”讲清楚。21 只拆到华东、中南、西南、西北、华北五个区，每区不足 5 只，中位数不稳定，本报告改为三片：华东 6 只，为海螺水泥、上峰材料、万年青、福建水泥、尖峰集团、龙泉股份；南方 7 只，含中南与西南；北方 8 只，含西北与华北。三片各有 6 至 8 只，中位数可用。

2.1. 三片区域的价格与位置

南方的读数在三片中最强，且强在连续两个窗口。近 20 日南方 7 只涨幅中位 -1.90%，近 60 日 +2.17%，是三片中唯一在 60 日窗口取得正收益的一组；区间位置中位 54.95%，也高于华东的 15.75% 与北方的 3.37%。量比方面南方 0.83、北方 0.82、华东 0.71，三片都低于 1，南方略高。

表2：三片区域的行情读数

区域	只数	5 日	20 日	60 日	位置	量比	市值
华东	6	-1.21%	-6.91%	-6.92%	15.75%	0.71	1156.03
南方	7	+1.71%	-1.90%	+2.17%	54.95%	0.83	749.67
北方	8	-2.76%	-8.16%	-7.54%	3.37%	0.82	618.40
合计	21	-1.39%	-6.52%	-6.34%	11.21%	0.76	2524.10

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：各列为组内中位数，只数与市值为加总；5 日、20 日、60 日为区间涨幅中位数，位置为区间位置中位数，单位均为 %；量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比；市值为总市值合计，单位亿元，按 2026 年 11 月 3 日股本与 11 月 16 日收盘价计算；区域按公司注册地及主要销售半径归入华东、南方、北方三片，每片不少于 6 只，不做事前市值筛选；数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

北方的弱势体现在三个层面，且互相印证。涨幅上，近 20 日北方 8 只中位 -8.16%、近 60 日 -7.54%，均为三片中最弱；位置上，区间位置中位 3.37%，接近区间最低；盈利上，北方 8 只中 6 只亏损，归母净利合计 -103.39 亿元，而华东 6 只合计 57.36 亿元、南方 7 只合计 29.61 亿元。营业收入同比中位 -23.07%，也比华东的 -16.86% 与南方的 -10.46% 更深。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：三片区域的盈利与杠杆读数

区域	只数	毛利率	净利率	营收	净利	亏损	负债率
华东	6	16.46%	-2.29%	-16.86%	-108.56%	4	34.58%
南方	7	18.17%	0.90%	-10.46%	-58.00%	2	52.88%
北方	8	13.76%	-9.00%	-23.07%	-273.87%	6	69.35%
合计	21	15.24%	-2.36%	-17.97%	-77.34%	12	52.88%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：各列为组内中位数，亏损为归母净利润为负的只数；毛利率、净利率、资产负债率、营业收入与归母净利润均为 2026 年三季报口径；净利一列为归母净利润同比增速，已剔除上年同期为负的 7 只，全样本可比 14 只，分区域可比只数为华东 5 只、南方 5 只、北方 4 只；百分数读数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

毛利率的区域差距小于盈利能力的差距，杠杆的差距更大。华东毛利率中位 16.46%、南方 18.17%、北方 13.76%，三片相差 4.41 个百分点；净利率中位从南方的 0.90% 落到北方的 -9.00%，跨度 9.90 个百分点；资产负债率中位从华东 34.58% 升到北方 69.35%，跨度 34.77 个百分点。毛利率是价格竞争下的缓冲垫，杠杆决定缓冲垫耗尽之后还剩多少空间，后者在样本期内的解释力更强。

华东的位置读数居中，结构上与其他两片不同。华东 6 只资产负债率中位 34.58%，为三片最低，股息率中位 3.84% 为三片最高。低杠杆意味着在需求偏弱、价格竞争延续的环境里，被动去杠杆的压力最小；代价是 6 只中仍有 4 只亏损，福建水泥毛利率 -6.20%，是样本内唯一负毛利。

2.2. 收入结构决定的毛利率边界

一体化程度用 2026 年中报主营业务构成度量：骨料（含砂石、机制砂）与商品混凝土（含商砼、混凝土制品）合计收入占主营业务收入之比不低于 10% 的归为一体化，共 6 只；低于 10% 的归为水泥主导，共 8 只；申万三级“水泥制品”的 7 只单列为下游制品。金隅集团与尖峰集团的主营构成未拆分至骨料与商混层级，占比一列对其留空。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表4：一体化程度三组的盈利与结构读数

分组	只数	占比	毛利率	净利率	现金流	负债率	资本开支
一体化	6	21.23%	16.30%	1.35%	11.93%	45.79%	8.12%
水泥主导	8	6.46%	16.46%	-1.08%	11.41%	41.19%	22.13%
下游制品	7	4.58%	12.64%	-4.60%	6.63%	69.77%	-3.31%
合计	21	10.75%	15.24%	-2.36%	9.19%	52.88%	7.10%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：占比为 2026 年中报主营业务构成中骨料（含砂石、机制砂）与商品混凝土（含商砼、混凝土制品）合计收入占主营业务收入之比，各列为组内中位数，金隅集团、尖峰集团两项业务未拆分至该层级，不参与该列；一体化指占比不低于 10%，水泥主导指低于 10%，下游制品指申万三级“水泥制品”；毛利率、净利率、资产负债率为 2026 年三季报口径；现金流为经营活动现金流量净额除以营业收入；资本开支强度为 2025 年年报口径的（经营活动现金流量净额减自由现金流）除以营业收入，21 只中 12 只可还原，其余以横线表示；百分数读数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

三组的毛利率几乎并列，这是本报告最反直觉的一处读数。一体化 6 只毛利率中位 16.30%，水泥主导 8 只 16.46%，相差 0.16 个百分点；下游制品 7 只 12.64%，比前两组低约 3.7 个百分点。若一体化能抬升毛利率，第一组本应明显高于第二组，实际没有。在 10 只可拆分的样本内，一体化占比与毛利率的相关系数为 -0.03，与净利率的相关系数为 -0.23，方向甚至是负的。

分项毛利率解释了为什么合并不出差异。10 只披露骨料收入的公司，骨料毛利率中位 35.38%，区间 0.00% 至 64.64%，上峰材料 64.64%、宁夏建材 45.17%、海螺水泥 40.78% 居前；12 只披露商混收入的公司，商混毛利率中位 13.80%，区间 -1.99% 至 25.33%，上峰材料 4.89%、西藏天路 7.23%、海螺水泥 8.42% 处于低位。骨料的高毛利被商混的低毛利对冲，合并后的毛利率取决于两者谁占的比重大，而不是“有没有一体化”。

天山股份是最典型的例子。2026 年中报骨料收入 19.17 亿元、毛利率 26.85%，商品混凝土收入 84.04 亿元、毛利率 14.50%，商混是骨料的 4.4 倍；一体化收入占比 34.22% 为 6 只中最高，毛利率反而只有 11.81%。反过来，海螺水泥骨料收入 18.90 亿元、毛利率 40.78%，商混 15.46 亿元、毛利率 8.42%，两者接近，一体化收入占比 9.30%，刚好落在 10% 阈值之下，被归入水泥主导。把海螺放在哪一组，本身就是阈值选择的结果。

2.3. 一体化之外的三个结构差异

第一处差异在资本开支。资本开支强度按 2025 年年报口径还原，21 只中 12 只可算，中位 7.10%。水泥主导组中位 22.13%，高于一体的 8.12%；组内尖峰集团 34.36%、ST 金顶 27.37%、塔牌集团 22.13% 居前三位，三家营业收入均在 30 亿元以下，收入基数小放大了比值。下游制品组中位 -3.31%，西部建设、海南瑞泽、四方新材的资本开

请务必阅读正文之后的免责声明部分

支低于折旧摊销，处在收缩状态。

第二处差异在现金流。经营活动现金流量净额除以营业收入，一体化组中位 11.93%、水泥主导 11.41%、下游制品 6.63%，全样本中位 9.19%。覆盖倍数只在归母净利不低于 1 亿元的 6 只上计算，青松建化 3.20 倍、海螺水泥 2.79 倍、宁夏建材 2.00 倍、华新建材 1.74 倍、塔牌集团 1.53 倍、上峰材料 0.13 倍。行业仍在造血，但造血能力没有转化为利润，中间被折旧、财务费用与减值吃掉。

第三处差异在杠杆。下游制品组资产负债率中位 69.77%，高于水泥主导的 41.19%与一体的 45.79%。下游制品靠垫资施工与商砼赊销，应收与合同资产占用大，杠杆天然更高；这一组 7 只中 5 只亏损，净利率中位 -4.60%，是三层中最差的一层。

3. 2026 年三季报：亏损面与现金流

需求偏弱的证据集中在收入端。21 只中 19 只营业收入同比为负，中位 -17.97%；仅华新建材 +18.60% 与 ST 金顶 +15.24% 两家为正。下滑最深的是韩建河山 -52.62%、国统股份 -48.92%、龙泉股份 -34.78%，三家都是下游制品。水泥制造 14 只中，金隅冀东 -0.83% 最接近持平，海螺水泥 -8.28%、尖峰集团 -8.65%、三和管桩 -7.17% 落在 -10% 以内。

表5：2026 年三季报营收增速分布

营收增速	只数	毛利率	净利率	负债率	现金流	亏损	20 日
-10% 以上	6	16.46%	0.81%	53.59%	9.25%	2	-5.03%
-20%—-10%	6	19.01%	2.04%	45.79%	14.88%	3	-9.99%
-20% 以下	9	14.21%	-6.46%	69.49%	7.08%	7	-5.81%
合计	21	15.24%	-2.36%	52.88%	9.19%	12	-6.52%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：按 2026 年三季报营业收入同比增速分三档，各列取组内中位数，只数与亏损只数为加总；营业收入、归母净利润、毛利率、净利率、资产负债率均为 2026 年三季报口径；现金流为经营活动现金流量净额除以营业收入；20 日为近 20 日涨幅中位数；百分数读数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

按收入增速分三档后，杠杆与亏损同向排列。降幅在 10% 以内的 6 只，资产负债率中位 53.59%、亏损 2 只、净利合计 40.73 亿元；降幅 10% 至 20% 的 6 只，负债率 45.79%、亏损 3 只；降幅超过 20% 的 9 只，负债率升至 69.49%、亏损 7 只、净利合计 -44.15 亿元。收入下滑越深的一组，杠杆越高、亏损越重，这条链条在样本内连续。

毛利率没有跟随收入下滑同步塌陷，这与价格竞争的方式有关。全样本毛利率中位 15.24%，三档分别为 16.46%、19.01%、14.21%。21 只中毛利率低于 10% 的 3 只、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

10% 至 20% 的 12 只、20% 以上的 6 只。价格下行时企业先压成本、再压费用，毛利率的缓冲因此比收入端好，代价体现在净利率上：全样本净利率中位 -2.36%，三档分别为 0.81%、2.04%、-6.46%。

利润端的收缩幅度远大于收入端。净利同比可比 14 只，中位 -77.34%，上年同期为负的 7 只已剔除。可比样本内降幅最大的是金隅冀东 -3707.75% 与万年青 -1812.17%，两家上年同期均为小幅盈利，基数偏低放大了降幅；为正的两家是上峰材料 +527.26% 与华新建材 +41.05%。上峰材料归母净利 33.12 亿元高于营业收入 29.52 亿元，含非营业收入贡献，净利率与 PE 读数不具可比性。

现金流是这份三季报里少有的正面读数。经营活动现金流量净额为正的 17 只，为负的 4 只；现金流除以营业收入中位 9.19%，高于 10% 的 9 只。折旧摊销规模大、资本开支收缩，是水泥企业在利润转负时仍能维持经营现金流的两个原因，这对分红有直接意义。

4. 位置分层与量能

区间位置在样本内呈双峰分布，中间几乎断档。位置在 60% 以上的 6 只、0 至 60% 之间的 10 只、恰好落在区间最低的 5 只；30% 至 60% 只有 2 只，20% 至 30% 只有 1 只。

表6：按区间位置分层的行情与估值读数

位置	只数	5 日	20 日	60 日	量比	PB	毛利率
60% 以上	6	+3.73%	+10.16%	+17.21%	1.58	2.77	19.66%
0—60%	10	-1.77%	-7.58%	-7.12%	0.70	0.95	13.76%
恰为区间最低	5	-3.96%	-12.82%	-14.82%	0.53	0.49	15.24%
合计	21	-1.39%	-6.52%	-6.34%	0.76	1.02	15.24%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：区间位置为最近 115 个交易日收盘价在区间最高与最低之间的位次，按个股自身读数分档，各列为组内中位数；5 日、20 日、60 日为区间涨幅中位数，量比为近 5 日均成交额与近 60 日均成交额之比；PB 为市净率中位数，毛利率为 2026 年三季报口径；百分数读数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

高位组的强势集中在两个窗口，且伴随放量。位置 60% 以上的 6 只近 20 日涨幅中位 +10.16%、近 60 日 +17.21%，量比中位 1.58，是唯一量比高于 1 的一组；毛利率与净利率中位分别为 19.66% 与 3.19%，均为三组最高。这 6 只合计市值 1572.40 亿元，占样本 62.30%。

贴底组的量能收缩最明显。恰好位于区间最低的 5 只为上峰材料、天山股份、西藏天路、尖峰集团、金隅集团，近 20 日涨幅中位 -12.82%、近 60 日 -14.82%，量比中

请务必阅读正文之后的免责声明部分

位 0.53、市净率中位 0.49，均为三组最低，合计市值 547.70 亿元。中间 10 只量比中位 0.70，近 20 日 -7.58%，位置与量能同处样本中部。

全样本量能处在收缩状态。量比中位 0.76，低于 0.8 的 11 只，高于 1 的 7 只；20 日均成交额合计 27.26 亿元，中位 0.52 亿元。这个量级意味着单只个股的日均成交多在亿元以下，流动性折价在小市值样本上难以回避。近 20 日上涨的只有 5 只，近 60 日上涨的 7 只，与量能分布基本对应。

5. 估值与分红

亏损面过半使 PE 失效，这是本篇在估值部分的第一个约束。12 只归母净利为负，PE(TTM) 有读数的只有 6 只，中位 25.66 倍；整体法（合计市值除以三季报净利年化）因合计净利为负而不适用，本报告不给出该口径读数。可用的估值锚只剩两个：市净率与股息率。

市净率的分档结果与直觉相反。全样本 PB 中位 1.02 倍，PB 低于 0.8 倍的 9 只、0.8 至 1.5 倍的 5 只、1.5 倍以上的 7 只。

表7：PB 分档的行情与财务读数

PB	只数	20 日	位置	毛利率	净利率	负债率	股息率
0.8 倍以下	9	-6.52%	3.41%	14.21%	-4.60%	28.77%	3.67%
0.8—1.5 倍	5	-9.17%	8.77%	19.85%	0.90%	40.39%	3.06%
1.5 倍以上	7	+5.77%	65.61%	18.17%	-12.60%	78.78%	2.04%
合计	21	-6.52%	11.21%	15.24%	-2.36%	52.88%	3.08%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：按 2026 年 11 月 16 日市净率分三档，各列为组内中位数；PB 为市净率，股息率为滚动十二个月现金分红与市值之比；毛利率、净利率、资产负债率为 2026 年三季报口径；位置为区间位置，20 日为近 20 日涨幅；百分数读数单位均为 %，数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

PB 越高的组，杠杆越高、盈利越差，这说明高 PB 不是估值溢价。1.5 倍以上的 7 只（国统股份 20.04 倍、韩建河山 9.19 倍、海南瑞泽 8.44 倍、ST 金顶 8.22 倍、福建水泥 3.91 倍、西藏天路 1.95 倍、华新建材 1.63 倍）资产负债率中位 78.78%、净利率中位 -12.60%，是三档中最差的组合；0.8 倍以下的 9 只资产负债率中位 28.77%、净利率中位 -4.60%。样本内资产负债率与 PB 的相关系数为 0.67，净利率与 PB 的相关系数为 -0.53。亏损侵蚀净资产，分母缩小而市值没有等比例下降，PB 被动抬升，这是 2026 年水泥股 PB 分层的实际机制。

PB 最低的五只是天山股份 0.29 倍、金隅冀东 0.34 倍、金隅集团 0.39 倍、尖峰集团 0.49 倍、万年青 0.50 倍，其中两只资产负债率在 65% 以上，为天山股份 69.22%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

与金隅集团 69.49%。低 PB 在这批公司身上对应的是市场对净资产继续缩水的定价，不宜直接读成便宜。

股息率是少数仍有区分度的锚。全样本股息率（滚动十二个月）中位 3.08%，高于 3% 的 7 只，塔牌集团 7.85% 最高，上峰材料 5.06%、海螺水泥 4.02%、金隅集团 3.88%、万年青 3.67% 次之。以股息率乘 PE(TTM) 折算滚动十二个月分红率，可读的 6 只为海螺水泥 86.73%、宁夏建材 91.12%、青松建化 132.20%、塔牌集团 233.44%、华新建材 31.07%、上峰材料 17.75%。塔牌集团、青松建化、宁夏建材三家的分红额已超过滚动净利，海螺水泥 86.73% 也接近这一水平，靠的是账面现金与经营现金流，而不是当期利润；这类分红能否延续，取决于资本开支是否继续下降，而不取决于利润修复。

6. 个股分布

涨幅前六与跌幅前六在结构上几乎没有重叠，两端各自对应一种定价。

表8：近 20 日涨幅前六

简称	区域	市值	位置	20 日	60 日	PB	毛利率
国统股份	北方	26.43	100.00%	+34.15%	+35.04%	20.04	15.67%
ST 金顶	南方	22.47	68.87%	+22.20%	+16.88%	8.22	25.81%
华新建材	南方	473.81	95.03%	+20.17%	+17.54%	1.63	31.77%
海南瑞泽	南方	37.87	54.95%	+5.77%	+2.17%	8.44	12.07%
福建水泥	华东	31.89	65.61%	+0.14%	+54.67%	3.91	-6.20%
海螺水泥	华东	926.77	66.99%	-0.33%	+6.69%	0.51	17.69%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：毛利率为 2026 年三季报口径，PB 与市值同按 2026 年 11 月 16 日收盘价计算；市值单位为亿元，20 日、60 日、位置、毛利率读数单位为 %；本表不列净利率与 PE，因涨幅前六中有三只归母净利为负，两项读数不具可比性；国统股份市净率 20.04 倍偏高，源于净资产规模较小；横线表示无读数；数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

涨幅前六的共同点是位置高、量能放大、市值偏小。国统股份近 20 日 +34.15%、区间位置 100.00%、量比 2.43、市净率 20.04 倍，净资产规模较小使 PB 的分母效应最极端；ST 金顶 +22.20%、量比 1.97，营业收入同比 +15.24%；华新建材 +20.17%，是唯一同时具备收入正增长、净利正增长与毛利率 31.77% 的样本，市值 473.81 亿元。海南瑞泽 +5.77%、福建水泥 +0.14%、海螺水泥 -0.33% 分列其后。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表9：近 20 日跌幅前六

简称	区域	市值	位置	20 日	60 日	PB	毛利率
尖峰集团	华东	26.34	0.00%	-20.84%	-14.82%	0.49	15.24%
天山股份	北方	206.91	0.00%	-19.39%	-21.56%	0.29	11.81%
三和管桩	南方	30.73	0.44%	-19.34%	-9.52%	1.12	11.12%
韩建河山	北方	17.62	0.72%	-14.47%	-15.74%	9.19	21.04%
西藏天路	南方	75.07	0.00%	-12.82%	-24.52%	1.95	18.17%
上峰材料	华东	120.01	0.00%	-10.81%	-9.97%	1.02	21.94%

数据来源：Wind，交易所公开行情数据，上市公司定期报告，东吴证券研究所；
备注：毛利率为 2026 年三季报口径，PB 与市值同按 2026 年 11 月 16 日收盘价计算；市值单位为亿元，20 日、60 日、位置、毛利率读数单位为 %；本表不列净利率与 PE，因上峰材料归母净利高于营业收入，其余五只归母净利为负或接近零，两项读数不具可比性；横线表示无读数；数据截至 2026 年 11 月 16 日收盘。

跌幅前六集中在贴底一侧，且与净资产受损相关。尖峰集团 -20.84%、天山股份 -19.39%、三和管桩 -19.34%、韩建河山 -14.47%、西藏天路 -12.82%、上峰材料 -10.81%，其中五只区间位置在 0.44% 以下。天山股份归母净利 -48.44 亿元为样本内最大亏损，PB 0.29 倍为样本最低；韩建河山营业收入 -52.62% 为样本最深，PB 9.19 倍却处在高位。这一端的下跌与估值高低没有单一方向的关系。

两端的行业含义在于，涨的那一端靠的不是行业景气。涨幅前六中只有华新建材的收入与利润同时正增长，其余五只的收入同比落在 -48.92% 至 +15.24% 之间，三只亏损。水泥行业当前没有普遍的价格上行，个股分化更多来自区域、资产质量与流通盘大小。

7. 主要判断

第一，区域价差仍是四季度最有效的解释变量，南方强于北方的格局短期难以逆转。南方 7 只区间位置中位 54.95%、净利率中位 0.90%，北方 8 只分别为 3.37% 与 -9.00%；南方近 60 日涨幅中位 +2.17%，北方 -7.54%。区域价差由供需两侧共同决定，需求端看本地基建与地产开工，供给端看错峰生产的执行强度，样本期内没有北方反超南方的迹象。

第二，一体化程度不构成估值理由，除非骨料占比足够高。一体化 6 只毛利率中位 16.30%，与水泥主导 8 只的 16.46% 几乎相同，相关系数 -0.03；分项看，骨料毛利率中位 35.38%、商混 13.80%，合并后的水平由两者比例决定。判断一体化公司的盈利弹性应看骨料收入占比，海螺水泥骨料收入 18.90 亿元、毛利率 40.78%，是这一逻辑下最值得单独跟踪的样本。

第三，亏损面过半使 PE 失效，PB 低不等于便宜。12 只亏损、PE(TTM) 仅 6 只

请务必阅读正文之后的免责声明部分

有读数、整体法不适用，估值只能落在 PB 与股息率上。PB 与资产负债率的相关系数 0.67、与净利率的 -0.53，说明当前 PB 分层主要反映净资产被侵蚀的程度；资产负债率中位 69.35% 的北方组与 28.77% 的 PB 低分档，两者的 PB 读数不可直接比较。

第四，位置的双峰结构意味着指数抗跌与个股处境是两件事。等权指数自基期下跌 15.69%、市值加权下跌 9.80%，两者都跑赢国证 2000，但个股区间位置中位只有 11.21%，62.30% 的市值集中在位置 60% 以上的 6 只。用指数判断行业位置会高估多数公司的处境。

第五，现金流仍在，分红的可持续性取决于资本开支。经营活动现金流量净额为正的 17 只、现金流除以营业收入中位 9.19%，而资本开支强度中位 7.10%、下游制品组 -3.31%，行业整体处在收缩投入的阶段。分红率超过 90% 的三家在利润转负时仍维持派息，前提是资本开支不重新扩张。

后续值得跟踪四个指标：一是南方与北方的月度水泥价格走势，区域价差是否收窄；二是错峰生产的执行天数；三是资产负债率超过 65% 的 8 只公司的债务到期结构；四是骨料收入占比与骨料毛利率的变化，这是检验一体化逻辑的唯一有效口径。

8. 风险提示

1. 区域水泥价格没有统一接口，本报告的盈利分层以毛利率与净利率为代理变量，若实际价格走势与代理变量背离，分层结论需要修正。产能利用率与吨毛利同样缺少公开的统一口径，本报告未作估算。

2. 需求端仍在收缩。21 只中 19 只营业收入同比为负，中位 -17.97%，北方组中位 -23.07%。收入降幅超过 20% 的 9 只中已有 7 只亏损，其中 6 只属下游制品。若基建与地产开工在四季度继续走弱，收入降幅会进一步扩大，亏损面可能从当前的 12 只继续上升。

3. 亏损对净资产的侵蚀会放大 PB 的读数。PB 1.5 倍以上的 7 只资产负债率中位 78.78%、净利率中位 -12.60%，高 PB 反映的是分母缩小而非溢价。若亏损延续，这一组 PB 还会被动抬升，用 PB 排序筛选标的会得到与基本面相反的结果，这一副作用在三季报披露后已经出现。

4. 分红率超过 90% 的 3 家依赖存量现金与经营现金流。塔牌集团 233.44%、青松建化 132.20%、宁夏建材 91.12% 已将滚动净利全额用于派息，海螺水泥 86.73% 也接近这一水平，若资本开支重新扩张或经营现金流回落，派息水平难以维持，股息率这一锚会失效。

5. 北方组的杠杆处在高位。资产负债率中位 69.35%，8 只中超过 75% 的有 2 只，为国统股份 93.61% 与韩建河山 85.71%，两家归母净利分别为 -1.59 亿元与 -0.39 亿元。在利润为负、现金流尚可的组合下，债务滚续依赖再融资环境，若信用条件收紧，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

这一组的估值与分红都会先受影响。

6. 下游制品组的应收账款与合同资产占用大。7 只资产负债率中位 69.77%、5 只亏损、净利率中位 -4.60%，收入模式决定其杠杆天然高于水泥制造。若下游回款周期进一步拉长，减值会压低这一组的净资产，并使 PB 读数同步失真。

7. 一体化程度与毛利率在样本内不相关，相关系数 -0.03，可拆分样本仅 10 只。样本量偏小使这一结论的稳健性有限，若后续中报披露的细项增加，结论可能变化。本报告据此不对一体化公司给出溢价判断，这一处理在样本扩容后需要复核。

8. 量能持续收缩会放大个股波动。量比中位 0.76，低于 0.8 的 11 只，20 日均成交额中位 0.52 亿元。小市值样本在流动性偏弱时，价格对单笔交易的敏感度上升，区间位置在 0 附近与 60% 以上的两端都容易出现超出基本面的波动。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn