

# 基本面支撑强劲，水泥有望再绽芳华

2018 年 08 月 02 日

## 【投资要点】

- ◆ **供需紧平衡支撑较强，看好行业景气持续性。**供给方面：矿山整治、严格的环保督查以及行业自律推动的错峰限产是当前产量去化的核心动力。中长期来看，去产能又将是控供给的又一抓手。预计《产能置换实施细则》会加速制定，置换标准进一步提高，减量（等量）置换去产能有望落实。另外各地淘汰 32.5 水泥积极推进，通过提高熟料添加比，有望部分化解熟料过剩产能。相比供给锐减，需求相对弱势平稳，区域分化明显。我们认为当前华东、中南地区需求相对较好，产能过剩程度低，企业集中度高限产执行力强，供需面更好，价格弹性仍然较高。
- ◆ **去产能、资源约束下，集中度预计进一步提升。**一方面，小企业多以小产线生产低标号水泥为主，将率先成为被淘汰或置换的对象。另一方面，随着熟料生产受限，熟料资源属性凸显，大企业有节奏的控熟料或将加速粉磨站退出。另外，矿山整治严格，采矿许可、续延审批难度提高，石灰石资源储备不足的小企业新拿资源的难度和资金成本加大，外购石灰石的成本也将推高。
- ◆ **拓展骨料混凝土、加速海外布局，冲破业绩天花板。**积极拓展骨料混凝土业务，技术创新利用余热发电、水泥窑协同处置技术“降本增效”，不断挖掘自身潜能；加速海外布局，争夺国际市场定价权，最终参与全球水泥产业链的利润再分配，助力冲破业绩天花板。
- ◆ **估值或将迎来修复。**当前水泥行业 PE、PB 均处于低位，我们认为在良好的供需格局支撑下，行业盈利有望持续边际改善。成本优势突出的水泥企业业绩增长确定性较高，有望迎来估值部分修复。

## 【配置建议】

- ◆ 我们判断华东、中南地区行业景气具有持续性，水泥企业马太效应日益显著，龙头企业王者归来，预计股价仍能再创新高。对于水泥行业，首次覆盖，给予“强于大市”评级。A 股我们谨慎看好海螺水泥（600585）、华新水泥（600801），建议关注万年青（000789）、冀东水泥（000401）。H 股我们建议关注中国建材（03323）、华润水泥控股（01313）、西部水泥（02233）。

## 【风险提示】

- ◆ 地产、基建增速大幅下行；环保政策实施不及预期；海外投资地缘政治风险。

## 强于大市（首次）

### 东方财富证券研究所

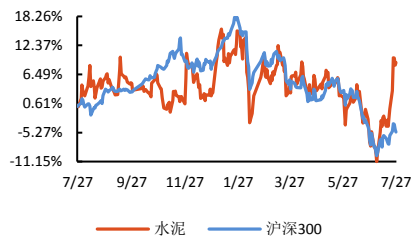
证券分析师：张加代

证书编号：S1160517070001

联系人：孙翠华

电话：021-23586480

### 相对指数表现



### 相关研究

## 正文目录

<b>1. 认识水泥</b>	5
1.1. 水泥的生产工艺	5
1.1.1. 原料及工艺流程	5
1.1.2. 不同工艺对比	6
1.2. 水泥的分类	7
1.3. 水泥行业发展史	8
1.4. 水泥的标签属性	9
<b>2. 水泥的市场表现</b>	10
2.1. 水泥的周期性	10
2.1.1 水泥的前世今生	10
2.1.2 水泥的区域分化	11
2.2. 当前水泥行情跟踪	14
2.3. 对比 10 年，当前基本面支撑更强	16
<b>3. 供需紧平衡预期维持，行业景气有望持续</b>	17
3.1. 当前支撑供给收缩的长短期因素	17
3.1.1 企业协同、环保错峰限产推动的去产量：供给压缩的核心动力	17
3.1.2 环保高压新常态：供给压缩的助剂	20
3.1.3 去落后产能：供给压缩的长期保障	21
3.2. 需求短期内以稳为主	24
<b>4. 天时地利造就水泥龙头</b>	25
4.1. 华东、中南区域景气度最佳	25
4.2. 骨料和混凝土业务成为新的利润增长点	25
4.3. 政策重点降临地区值得期待	25
4.4. 海外布局是水泥企业发展的必经之路	26
<b>5. 估值及重点公司基本概况</b>	28
5.1. 水泥行业估值情况	28
5.1.1 PE 估值：盈利高，估值低	28
5.1.2 PB 估值：安全边际较高	29
5.1.3 水泥 AH 股折价明显	29
5.2. 重点公司概况	30
5.2.1 谨慎看好：海螺水泥	30
5.2.2 谨慎看好：华新水泥	32
5.2.3 建议关注：冀东水泥	34
5.2.4 建议关注：万年青	35
5.2.5 建议关注：天山股份	37
5.2.6 建议关注：中国建材（03323.HK）	38
5.2.7 建议关注：华润水泥控股（01313.HK）	39
5.2.8 建议关注：西部水泥（02233.HK）	41
5.2.9 建议关注：亚洲水泥（中国）（00743.HK）	42
<b>6. 结论</b>	44
<b>7. 风险提示</b>	45

## 图表目录

图表 1: 水泥生产工艺流程.....	5
图表 2: 水泥生产原材料.....	5
图表 3: 海螺水泥成本拆分.....	6
图表 4: 华润水泥成本拆分.....	6
图表 5: 立窑和回转窑性能特点.....	6
图表 6: 干法工艺和湿法工艺对比.....	7
图表 7: 硅酸盐水泥分类标准.....	7
图表 8: 中国水泥行业发展历程.....	8
图表 9: 中国水泥行业发展里程碑事件.....	8
图表 10: 水泥产量与三大需求相关性分析.....	10
图表 11: 2008-2018 全国水泥产量.....	11
图表 12: 2008-2018 全国 P.045 水泥均价.....	11
图表 13: 2008-2018 各区域水泥产量 (亿吨) .....	12
图表 14: 2008-2018 各区域水泥产量增速.....	12
图表 15: 2008-2018 各区域熟料产能利用率.....	12
图表 16: 2008-2017 各区域累计城镇固定资产投资完成额增速.....	12
图表 17: 2008 至今各区域 P.045 水泥均价.....	13
图表 18: 区域熟料产能 CR3 集中度.....	13
图表 19: 2010-2018 全国 P.042.5 均价 (元/吨) .....	14
图表 20: 全国、华东、中南 P.042.5 均价 (元/吨) .....	14
图表 21: 2013-2018 全国水泥煤炭价差 (元/吨) .....	15
图表 22: 全国、华东、中南水泥煤炭价差 (元/吨) .....	15
图表 23: 2013-2018 全国水泥库容比.....	15
图表 24: 全国、华东、中南地区水泥库容比.....	15
图表 25: 2013-2018 全国水泥粉磨开工率.....	16
图表 26: 全国、华东、中南地区水泥粉磨开工率.....	16
图表 27: 16 年至今水泥价格上涨周期.....	16
图表 28: 10-11 年水泥价格上涨周期.....	16
图表 29: 当前需求较 11 年整体较差.....	17
图表 30: 当前新增产能投放压力较 11 年较小.....	17
图表 31: 10-11 及当前水泥行业基本面对照.....	17
图表 32: 北方 15 省采暖季错峰时间延长 (天数) .....	18
图表 33: 淡季自律限产力度加强.....	18
图表 34: 水泥粉磨站数量占全部水泥企业超六成.....	19
图表 35: 矿山整治制度持续出台.....	20
图表 36: 采矿许可、续延审批制度加严.....	20
图表 37: 部分水泥企业石灰石资源储量.....	21
图表 38: 新增产能冲击逐年降低.....	22
图表 39: 2017 年我国新型干法生产线规模分布.....	22
图表 40: 水泥行业去产能政策持续推出.....	22
图表 41: 32.5 水泥淘汰推进进度.....	23
图表 42: 房地产数据表现稳健 (%) .....	24
图表 43: 基建投资增速有所下滑 (%) .....	24
图表 44: “一带一路”示意图 .....	26
图表 45: 海外已建成水泥熟料产能 (万吨/年) .....	26
图表 46: 海外在建水泥熟料产能 (万吨/年) .....	27
图表 47: 全球十大水泥企业 2017 年销量.....	27

图表 48: A 股水泥行业出现盈利和估值的背离 .....	28
图表 49: 海螺水泥 PB 和 ROE 走势 .....	29
图表 50: 海螺水泥 AH 股长期折价 .....	29
图表 51: 海螺水泥股利支付率稳步提升 .....	30
图表 52: 海螺水泥实际控制人为安徽省国资委 .....	30
图表 53: 海螺水泥 5 年水泥及熟料销量 (亿吨) .....	31
图表 54: 海螺水泥 5 年营收及归属净利润 (亿元) .....	31
图表 55: 海螺水泥 2017 年收入按产品划分 .....	31
图表 56: 海螺水泥 2017 年收入按地区划分 .....	31
图表 57: 华新水泥实际控制人为拉法基豪瑞集团 .....	32
图表 58: 华新水泥 5 年水泥及熟料销量 (万吨) .....	33
图表 59: 华新水泥 5 年营收及归属净利润 (亿元) .....	33
图表 60: 华新水泥 2017 年收入按产品划分 .....	33
图表 61: 华新水泥 2017 年收入按地区划分 .....	33
图表 62: 金隅集团与冀东水泥重组股权结构 .....	34
图表 63: 冀东水泥 5 年水泥及熟料销量 (万吨) .....	35
图表 64: 冀东水泥 5 年营收及归属净利润 (亿元) .....	35
图表 65: 冀东水泥 2017 年收入按产品划分 .....	35
图表 66: 冀东水泥 2017 年收入按地区划分 .....	35
图表 67: 万年青实际控制人为江西省国资委 .....	36
图表 68: 万年青近 5 年水泥及熟料销量 (万吨) .....	36
图表 69: 万年青近 5 年营收及归属净利润 (亿元) .....	36
图表 70: 万年青 2017 年收入按产品划分 .....	36
图表 71: 万年青 2017 年收入按地区划分 .....	36
图表 72: 天山股份控股股东为中材股份 .....	37
图表 73: 天山股份 5 年水泥及熟料销量 (万吨) .....	37
图表 74: 天山股份 5 年营收及归属净利润 (亿元) .....	37
图表 75: 天山股份 2017 年收入按产品划分 .....	38
图表 76: 天山股份 2017 年收入按地区划分 .....	38
图表 77: 中国建材实际控制人是中国建材集团 (合并中材后) .....	38
图表 78: 中国建材旗下 8 家水泥企业 .....	38
图表 79: 中国建材 5 年水泥及熟料销量 (百万吨) .....	39
图表 80: 中国建材 5 年营收及利润 (亿元) .....	39
图表 81: 中国建材 2017 年收入按产品划分 .....	39
图表 82: 中国建材 2017 年收入按地区划分 .....	39
图表 83: 华润水泥控股控股股东为华润集团 .....	40
图表 84: 华润水泥 5 年水泥及熟料销量 (百万吨) .....	40
图表 85: 华润水泥 5 年营收及归属利润 (亿港元) .....	40
图表 86: 华润水泥 2017 年收入按产品划分 .....	41
图表 87: 华润水泥 2017 年收入按地区划分 .....	41
图表 88: 西部水泥大股东为盈亚投资和海螺国际 .....	41
图表 89: 西部水泥 5 年水泥及熟料销量 (百万吨) .....	42
图表 90: 西部水泥 5 年营收及归属利润 (亿元) .....	42
图表 91: 西部水泥 2017 年产品组合 .....	42
图表 92: 西部水泥 2017 年销量按地区划分 .....	42
图表 93: 亚洲水泥 (中国) 控股股东为亚洲水泥 .....	43
图表 94: 亚洲水泥 5 年水泥及熟料销量 (百万吨) .....	43
图表 95: 亚洲水泥 5 年营收及归属利润 (亿元) .....	43
图表 96: 亚洲水泥 2017 年收入按产品划分 .....	43
图表 97: 亚洲水泥 2017 年收入按地区划分 .....	43
图表 98: 重点水泥企业关键指标对比 .....	45

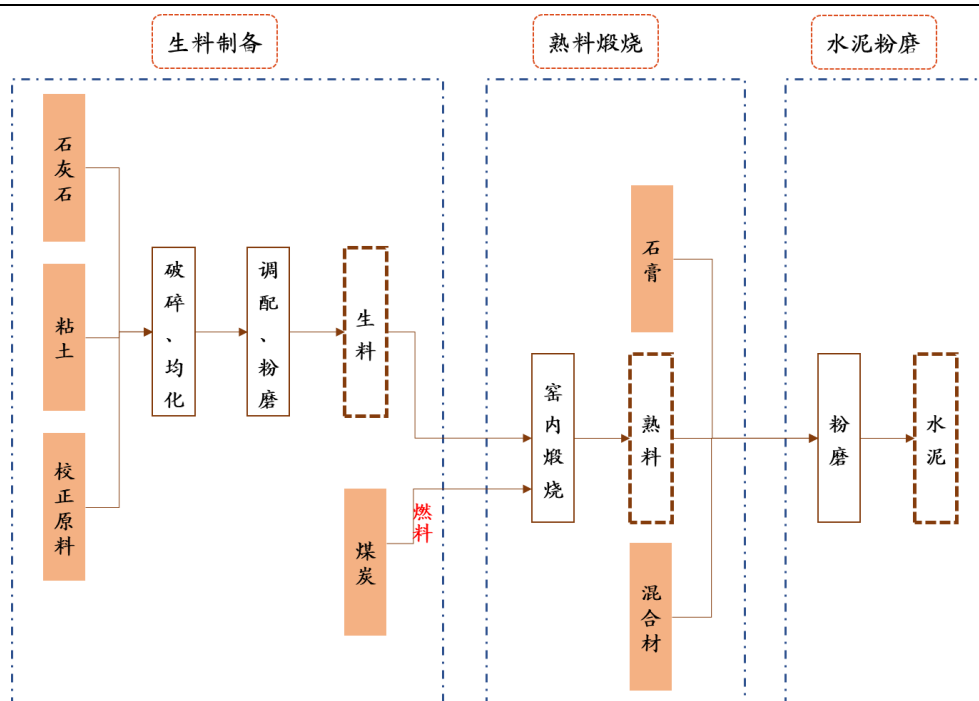
## 1. 认识水泥

### 1.1. 水泥的生产工艺

#### 1.1.1. 原料及工艺流程

水泥是指加水搅拌成浆体后，能够在空气中或水中硬化并将砂石等材料胶结在一起的粉状无机胶凝材料。其生产工艺包括“两磨一烧”：**生料制备（一磨）**：由石灰石、粘土及部分校正原料按照一定配比磨制成生料；**熟料煅烧（一烧）**：生料入窑煅烧制成熟料；**水泥粉磨（二磨）**：熟料加一定量石膏及混合材料磨制成水泥。

图表 1：水泥生产工艺流程



资料来源：知网，东方财富证券研究所

石灰石是水泥生产的主要原材料，约占到生料总重的 80%，生产一吨熟料需大约 1.3 吨石灰石。水泥粉磨过程中熟料的掺入比需视水泥品种、熟料质量及混合材质量而定，一般低标号水泥熟料掺入比低于高标号水泥。以海螺水泥为例，一吨 32.5 等级水泥熟料用量约为 0.65-0.7 吨，42.5 等级水泥熟料用量约为 0.8-0.9 吨。

图表 2：水泥生产原材料

原料	应用阶段	作用	原料来源
石灰石	生料制备	生料的主要原材料，提供碳酸钙。	石灰岩、泥灰岩、白垩、贝壳等。
粘土	生料制备	生料的另一主要原材料，提供氧化硅、氧化铝、氧化铁等。	黄土、粘土、页岩、泥岩、粉砂岩、河泥等。

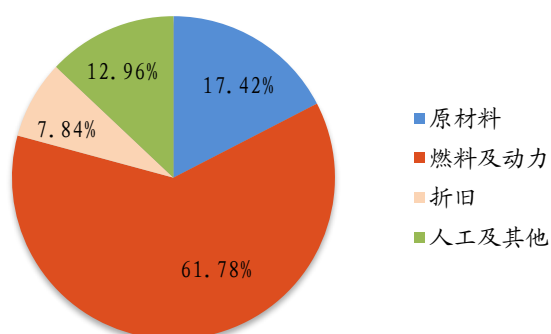


校正原料	生料制备	提供铁质、硅质，用于校正生料组成配比。铁矿石、硫铁矿渣、砂岩、河沙、粉砂岩等。	
石膏	水泥粉磨	通过不同的添加量调节水泥凝结时间。	工业副产石膏，天然石膏矿。
混合材料	水泥粉磨	改善水泥性能，调节水泥标号。	粒化高炉矿渣、火山灰、粉煤灰等。

资料来源：知网，东方财富证券研究所

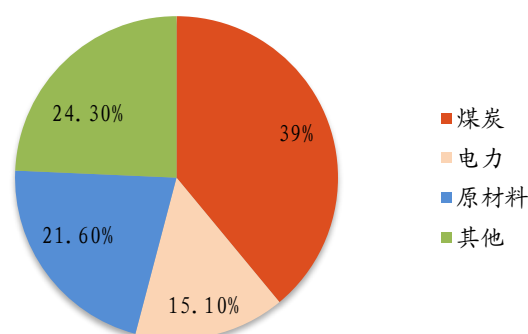
水泥生产过程中，煤炭及电力成本较高，约占到总成本的一半以上。考虑到电力价格一般比较稳定，煤炭价格的波动会对水泥盈利有一定影响，我们一般选用水泥-煤炭价差来表征水泥的盈利水平。

图表 3：海螺水泥成本拆分



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：华润水泥成本拆分



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 1.1.2. 不同工艺对比

水泥生产按照水泥窑的类型可以分为立窑和回转窑，立窑因其投资规模较低，在水泥行业发展初期应用较多，目前已基本被耗能低产量高质量稳定的回转窑取代。

图表 5：立窑和回转窑性能特点

水泥窑类型	立窑	回转窑
基本原理	窑筒体立置不转动。生料与燃料按一定配比混合均匀，成球后从窑顶加入，自上而下运动。助燃空气则从窑底（或腰部）鼓进，通过料球完成烧结。	窑筒体卧置略带斜度，并能作回转运动。物料加入后可以回转，与窑内喷出的火焰相向运动，完成煅烧。
优点	投资少，对原料要求较低	煅烧更均匀充分，燃料利用率更高，能耗低，产量高，熟料质量稳定。
缺点	燃料燃烧条件差，热损失大，耗能高。物料在窑内混合不均，反应不均匀，熟料质量差。	窑内填充率较低。
投资成本	设备投资低。	投资成本较高
应用	已逐步被淘汰。	主要的窑体类型。

资料来源：知网，东方财富证券研究所

按照生料制备方法水泥生产工艺可分为干法和湿法工艺。干法工艺耗能低，产量高，废水排放少。目前普遍采用的水泥生产工艺为新型干法生产工艺，即

在回转窑前端增加预热和预分解装置，可以进一步降低热耗，提升熟料质量。

图表 6：干法工艺和湿法工艺对比

工艺类型	湿法工艺	干法工艺
简介	将原料加水粉磨成生料浆后送入窑内煅烧制熟料。	将原料烘干粉磨成生料粉（或制成生料球）后送入窑内煅烧。
优点	料浆流动性好，混合充分，生料成分均匀。	减少了料浆水分蒸发环节，耗能低，产量高，废水排放少。
缺点	耗能过高。	车间扬尘较大。
应用	属于淘汰工艺，极少应用	主流的应用工艺

资料来源：知网，东方财富证券研究所

## 1.2. 水泥的分类

水泥按照主要水硬性物质成分可以分为硅酸盐水泥、铝酸盐水泥、硫铝酸盐水泥、铁铝酸盐水泥等，其中硅酸盐水泥是应用最广泛的水泥类型。

硅酸盐水泥按照应用领域及性状特征又可以分为：通用水泥（用于一般土木工程）；专用水泥（具有专门用途，如砌筑、油井、道路水泥等）；特性水泥（具备某种突出性能，如快硬、白色、膨胀、低热水泥等）。

根据 GB175-2007 通用硅酸盐水泥标准，按照水泥组分不同可将通用硅酸盐水泥分为硅酸盐水泥、普通硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥、火山灰质硅酸盐水泥、粉煤灰硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥六类。按照强度（包括抗压强度和抗折强度）由低到高分为 32.5、32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R、62.5、62.5R 不同等级（标号中的“R”系指早强型水泥）。具体划分标准如下表所示。

图表 7：硅酸盐水泥分类标准

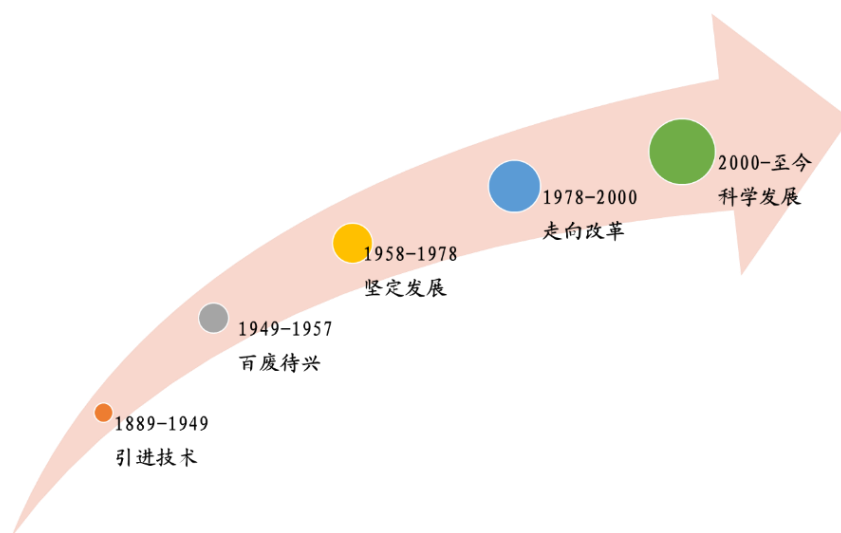
品种	代号	组成成分	强度等级划分
硅酸盐水泥	P. I	100%熟料及石膏	42.5、42.5R、52.5、52.5R、62.5、62.5R
	P. II	95%以上熟料及石膏，5%以下粒化高炉矿渣或石灰石	
普通硅酸盐水泥	P. O	80-95%熟料及石膏，5-20%混合材	42.5、42.5R、52.5、52.5R
矿渣硅酸盐水泥	P. S. A	50-80%熟料及石膏，20-50%粒化高炉矿渣	32.5、32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R
	P. S. B	30-50%熟料及石膏，50-70%粒化高炉矿渣	
火山灰质硅酸盐水泥	P. P	60-80%熟料及石膏，20-40%火山灰质混合材料	32.5、32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R
粉煤灰硅酸盐水泥	P. F	60-80%熟料及石膏，20-40%火山灰质混合材料粉煤灰	32.5、32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R
复合硅酸盐水泥	P. C	50-80%熟料及石膏，20-50%混合材	32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R

资料来源：国家标准网，东方财富证券研究所

### 1.3. 水泥行业发展史

中国水泥行业自诞生以来，经历了几次重大变革。目前已经发展为年产量20亿吨以上，主要以新型干法生产线为主的水泥强国，并逐步走向国门。

图表 8：中国水泥行业发展历程



资料来源：数字水泥网，东方财富证券研究所

图表 9：中国水泥行业发展里程碑事件

阶段	时间	事件
引入技术	1889 年	成立唐山启新洋灰公司，引进丹麦的回转窑和干法技术，第一家水泥厂。
	1921 年	中国水泥厂开始建设，采用德国湿法技术，最早的湿法水泥厂
	1939 年	采用国产设备建设立窑生产线的昆明水泥厂开始建设
百废待兴	1953 年	配合“一五计划”实施，大规模引进水泥设备，先后建设数十个水泥厂。
坚定发展	1958 年	第一个采用国产窑的水泥厂湘乡水泥厂开工建设。新建了一批以湿法窑为主的大中型水泥生产线。
走向改革	1978 年	首次从日本引进两套 4000t/d 熟料水泥生产线，用于建设冀东和宁国水泥厂。
	1985 年	水泥总产量达 1.46 亿吨，首次位居世界第一
	1986 年	自行研发设计，主要采用国产设备的江西水泥厂 2000t/d 熟料预分解窑新型干法生产线建成投入试生产，
	1996 年	自行设计的 4000t/d 熟料生产线在冀东水泥建成投产。是我国第一条国产化示范线。
	1997 年	国家建材局确定了“限制、淘汰、改造、提高”的八字方针。通过修订水泥标准，加速产业结构调整，
科学发展	2002 年	首条 5000t/d 熟料国产化示范线在铜陵海螺建成。

资料来源：水泥地理，东方财富证券研究所



## 1.4. 水泥的标签属性

### 水泥的需求

水泥下游主要用于生产加工混凝土，广泛应用于房地产、基建、农村市场，应用比例各占 1/3。由于房地产、基建需求波动较大，故水泥需求可以通过地产、基建需求变动进行量化表征。全国范围内看，水泥需求与地产周期相关度较高，与地产前段的新开工面积增速相关性较高；对于基建占比较高的部分区域（比如新疆），可通过基建投资增速进行判断。

### 水泥生产的淡旺季

水泥下游开工主要受雨雪和气温影响，南方水泥市场一般二、四季度为旺季，四季度受春节前期赶工影响往往出货情况更好；一季度受春节影响为淡季，三季度梅雨天气叠加气温过高也为淡季。北方市场由于冬季时间更长，旺季时间较南方更短，开工率更低。水泥生产线开关成本较低，主要为燃料成本，使得水泥供给调控起来更为容易快捷。

### 水泥的库容比

水泥单价较低，长期露天存放易受潮凝结，基本属于不可库存产品，熟料的存放保质期较水泥稍长。以海螺水泥为例，5000 t/d 的窑线一般配备 10 万吨的熟料库，以满库计算的话，库容量仅对应 20 天满产产量。一般小企业库容量会更小，故一般水泥企业可以在短期内去库存化。正是因为水泥的不可库存特性，相比其他周期品，水泥价格的供给和需求弹性均比较大，微小的供给和需求变化可能会带来价格的大幅波动。

库容比是指实际库存占库容量的比例，可以用来衡量短期内水泥的出货压力。据我们观察，水泥库容比一般维持在 40%-80%之间，库存低位说明短期内供需紧张，价格有上涨动力，库存高位说明短期内出货较慢，价格承压较大。例如，17 年平均全国水泥库容比为 61.25%，较 15/16 年分别下降 13.91%/7.94%，低库存推动 17 年水泥价格大幅上涨，全国均价 363.72 元/吨，较 15/16 年分别上涨 74.39/72.47 元/吨。

### 水泥的区域性特征

水泥的单价较低，单位运输成本相对较高，故存在一定运输半径，一般公路运输半径约 300 公里，水路运输成本较低，运输半径约 500 公里。“短腿产品”的属性决定了水泥企业建厂需考虑靠近下游市场。另一方面，水泥生产具有明显的资源属性，需考虑是否有充足的石灰石矿资源。故水泥企业在战略布局中需综合考虑资源、运输、需求等多因素。

另外，水泥的“短腿”属性决定了水泥在各区域间流通性较差，不同区域间的资源情况、供需格局差异均会造成区域间价格差异。

### 水泥的销售

水泥的销售渠道以直销为主，经销为辅。直销主要针对下游企业客户，包括商混站、开发商、大型工程项目等，以散装销售为主。经销主要针对农村个人用户市场，占比较少，以袋装销售为主。

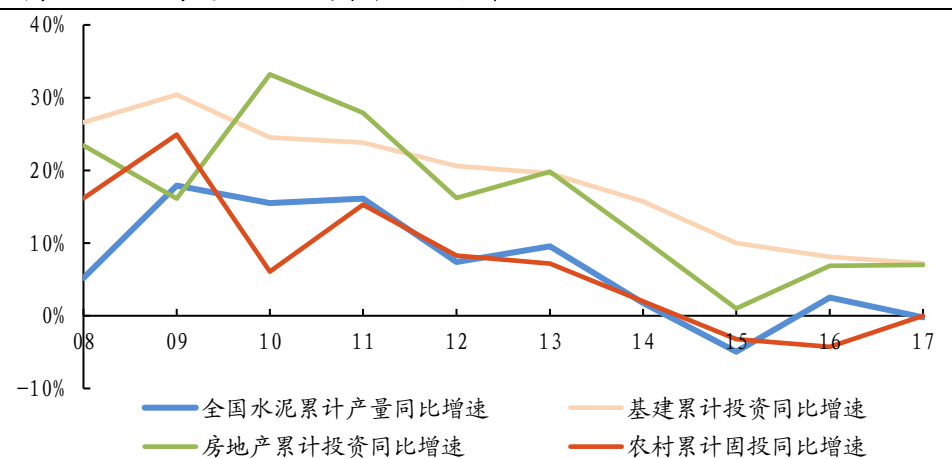
## 2. 水泥的市场表现

### 2.1. 水泥的周期性

#### 2.1.1 水泥的前世今生

水泥是强周期性行业，水泥需求随下游三大领域（地产、基建、农村）增速相关性较强。

图表 10：水泥产量与三大需求相关性分析



资料来源：数字水泥网，choice，东方财富证券研究所

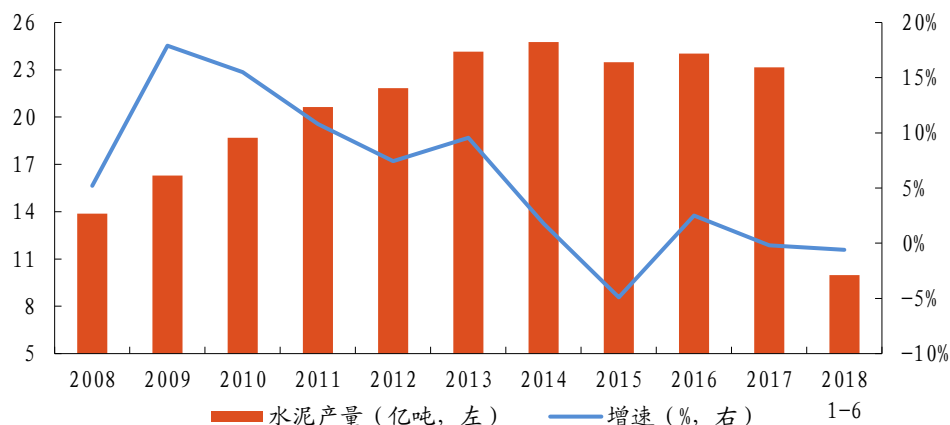
回顾历史，我们分析近十年水泥的产量和价格数据，认为可以将 08 年以来的水泥发展分为三个阶段：

2008-2011，受四万亿计划带动，房地产行业景气，水泥下游需求较好，呈现量价齐升的态势。2008-2011 产量 CAGR 为 14.11%，P.042.5 水泥全国均价由 2008 年均价 355 元/吨上涨至 2011 年均价 414 元/吨，涨幅达 59 元/吨。

2012-2015，随着水泥产能大量投放，下游需求增速回落，水泥企业产能利用率下降，产量在 14 年见顶后回落，价格呈现出急剧下跌趋势。2011-2015 年产量 CAGR 为 3.29%，P.042.5 水泥全国均价由 2011 年均价 414 元/吨下跌至 2015 年均价 289 元/吨，跌幅达 125 元/吨。

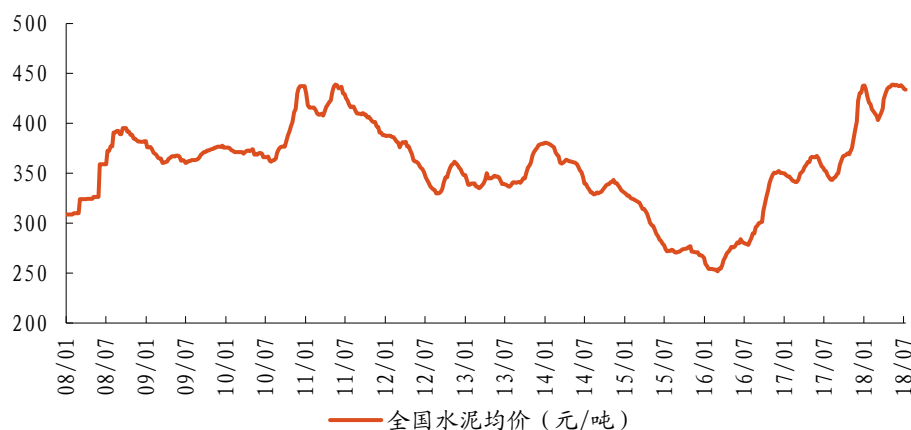
2016-至今，受供给侧改革影响，各地区错峰生产以及行业自律限产严格执行，叠加严格的矿山整治、节能减排要求对中小产能的冲击，在需求整体疲弱的情况下，水泥行业整体供需紧平衡。产量进一步压缩，价格对供给的弹性较大，反弹速度较快。2017 年产量同比下跌 0.2%，2018 年上半年跌幅扩大至 0.6%。截止至 2018 年 7 月 20 日，2018 年 P.042.5 水泥全国均价 428 元/吨，较 2015 年平均价格上涨 139 元/吨。

图表 11: 2008-2018 全国水泥产量



资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

图表 12: 2008-2018 全国 P.045 水泥均价



资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

### 2.1.2 水泥的区域分化

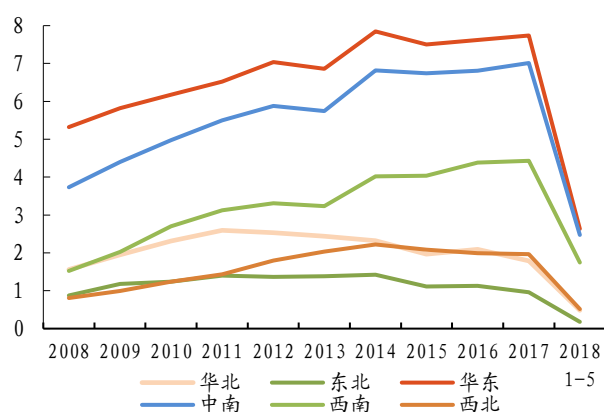
分区域来看,

2008-2011, 良好的需求带动下, 各区域均保持较高增速;

2012-2015, 需求增速整体回落情况下, 市场开始出现南北分化。东北、华北地区产量下降较快, 两地区需求萎缩速度较快 (城镇固投增速明显低于其他地区), 且 09-11 年期间产能投放较为集中, 导致产能消化压力较大, 产能利用率大幅下降。南方地区 (华东、中南、西南) 市场压力相对较小, 产量维持在高位。西北地区需求面较其他区域较好, 但产能过剩较为严重, 导致产量增加, 产能利用率持续下滑。

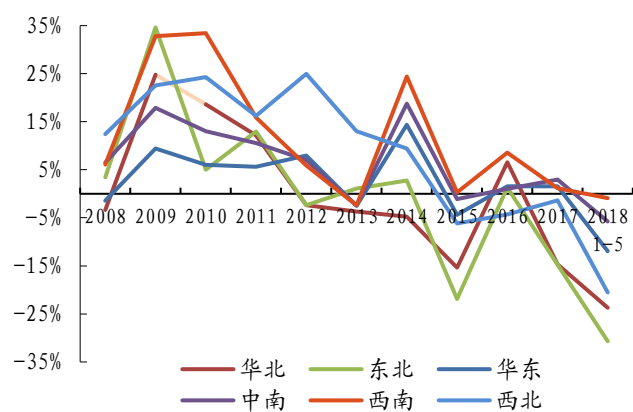
2016-至今, 在行政政策主导的环保错峰生产和行业自律协同限产推动下, 大部分区域水泥产量开始负增长, 价格弹性上涨, 南北区域分化加剧, 南方地区水泥价格上涨驱动力更强。

图表 13: 2008-2018 各区域水泥产量 (亿吨)



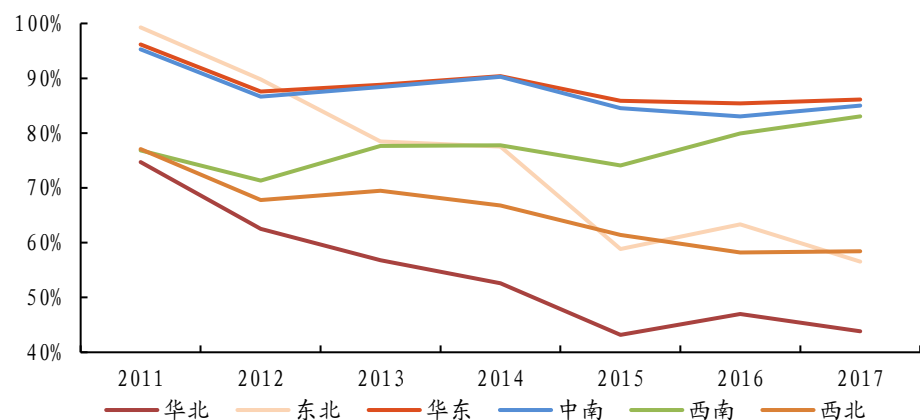
资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

图表 14: 2008-2018 各区域水泥产量增速



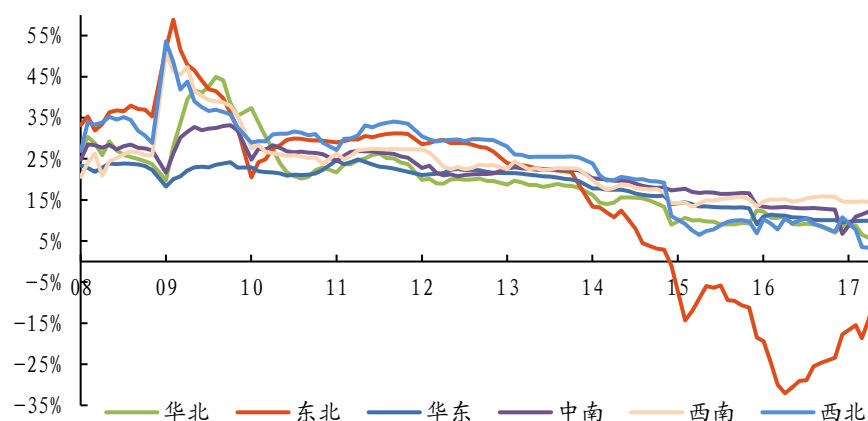
资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

图表 15: 2008-2018 各区域熟料产能利用率



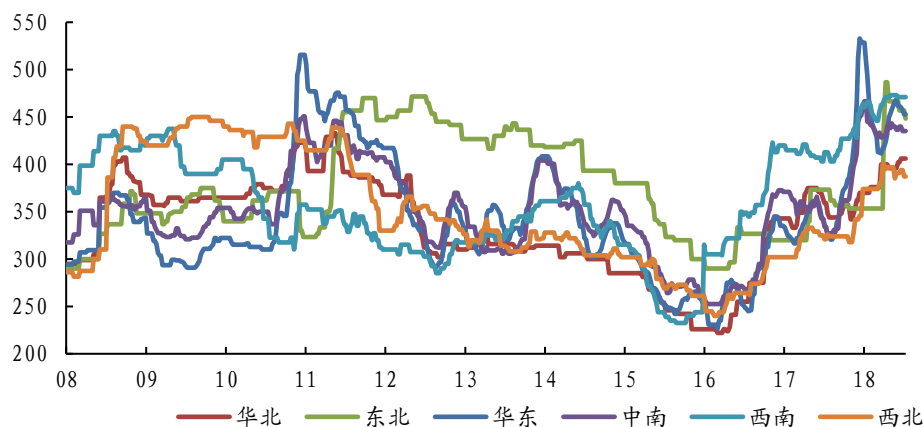
资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

图表 16: 2008-2017 各区域累计城镇固定资产投资完成额增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 17: 2008 至今各区域 P.045 水泥均价



资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

### 为什么说华东、中南市场最好?

需求方面, 我们以区域固投增速来衡量地产和基建的综合需求, 总体需求虽呈下滑趋势, 但华东、中南、西南地区要明显优于三北地区。

供给方面, 我们考察代表区域产能过剩程度的产能利用率和区域限产执行力度的企业集中度。三北地区产能消化难度一直比较大, 17 年熟料产能利用率仅 50% 上下, 而同期华东、中南、西南地区均可以达到 80% 以上, 一直保持在较高位置 (西南地区产能利用率进一步提升, 主要由于近两年需求持续增长)。

区域集中度越高, 协同限产提价执行起来越容易, 区域市场行情越稳定景气。我们统计了各省份熟料产能集中度 CR3, 可以看出, 华东、中南地区集中度较高, 尤其安徽、浙江、两湖地区、山东、广西集中度 CR3 均超过 60%。

综上, 考查影响区域供需的三个核心指标: 需求、产能利用率、集中度。我们认为华东、中南地区水泥供需格局更好。

图表 18: 区域熟料产能 CR3 集中度

区域	省份	CR3	区域平均	区域	省份	CR3	区域平均
华北	京津冀	60%	45%	东北	黑龙江	78%	70%
	山西	32%			吉林	80%	
	内蒙古	43%			辽宁	53%	
华东	山东	62%	59%	中南	河南	50%	65%
	江苏	47%			湖北	67%	
	安徽	72%			湖南	61%	
	浙江	73%			广东	46%	
	江西	59%			广西	65%	
	福建	43%			海南	100%	
西南	重庆	45%	58%	西北	新疆	55%	63%
	四川	46%			甘肃	63%	
	贵州	58%			青海	62%	



云南	42%		宁夏	73%	
西藏	100%		陕西	62%	

资料来源：卓创资讯，东方财富证券研究所

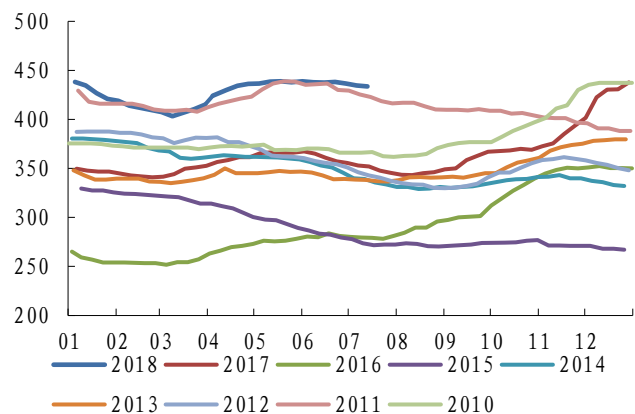
## 2.2. 当前水泥行情跟踪

水泥价格自 16 年初以来一路上行，18 年持续维持在高位，且已超过 11 年水泥价格高点。一般水泥进入淡季，厂家会为缓解库存压力下调价格，近几年全国水泥均价淡季下调幅度在 20-40 元/吨。华东地区作为水泥行业的风向标，一直起到引领价格走向的作用，近几年淡季价格下调幅度约 40-70 元/吨。

今年淡季严格的环保治理和错峰限产对供给的压缩甚于往年，部分地区熟料生产持续受限，供需紧平衡下，淡季水泥价格高位稳定。全国 P.042.5 均价维持在 430 元/吨以上，截至 7 月 15 日，华东地区价格降幅约 16 元/吨，较往年大幅收窄。

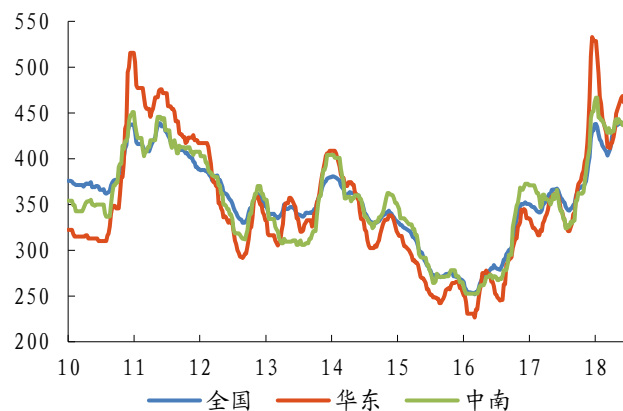
7 月 19 日，由于熟料生产持续受限，海螺江浙沪沿江熟料价格小幅上调 10 元/吨，装船价上调至 420 元/吨，多家水泥企业价格跟涨。对比往年，提价一般最早发生在八月初，此次华东地熟料提前提价或将拉开涨价序幕，为接下来的旺季打下良好开端。

图表 19：2010-2018 全国 P.042.5 均价（元/吨）



资料来源：数字水泥网，东方财富证券研究所

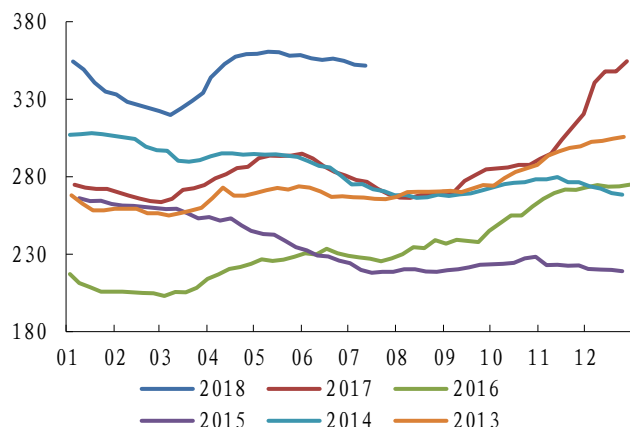
图表 20：全国、华东、中南 P.042.5 均价（元/吨）



资料来源：数字水泥网，东方财富证券研究所

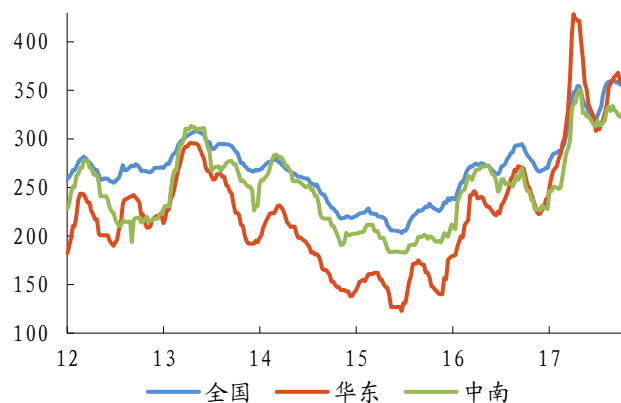
价差来看，18 年煤炭价格虽然维持在高位，但水泥价格的强势上涨完全消化了成本上浮的压力。当前全国水泥-煤炭价差约 350 元/吨，较去年同期上涨约 80 元/吨。

图表 21: 2013-2018 全国水泥煤炭价差 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网, choice, 东方财富证券研究所

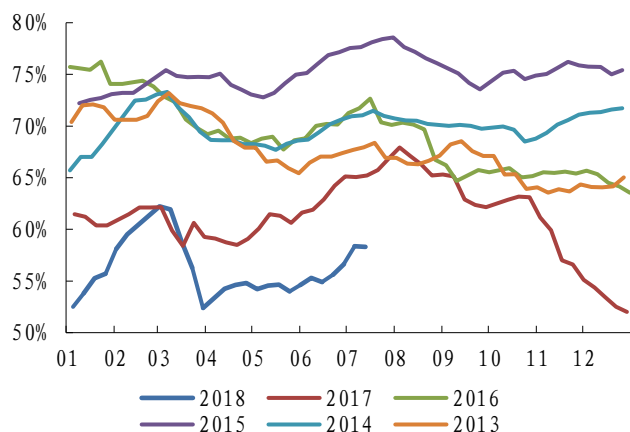
图表 22: 全国、华东、中南水泥煤炭价差 (元/吨)



资料来源: 数字水泥网, choice, 东方财富证券研究所

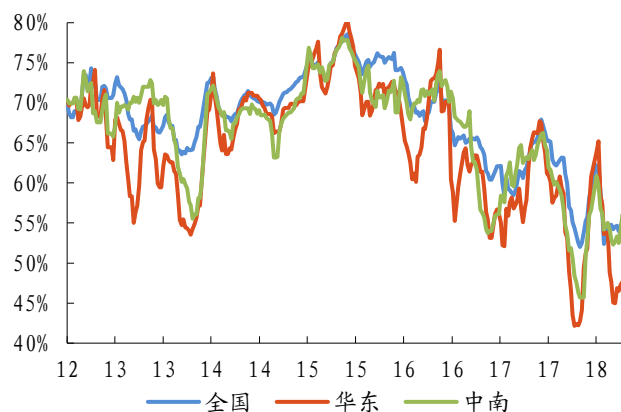
库容比可用来衡量短期内水泥的出货压力, 近年同期库容比一般在 65%以上。当前库容比较旺季略有回升, 仍维持在 60%以下低位水平。尤其华东地区, 库容维持在 55%以下水平, 库存压力较小, 价格支撑力度较强。

图表 23: 2013-2018 全国水泥库容比



资料来源: 卓创资讯, 东方财富证券研究所

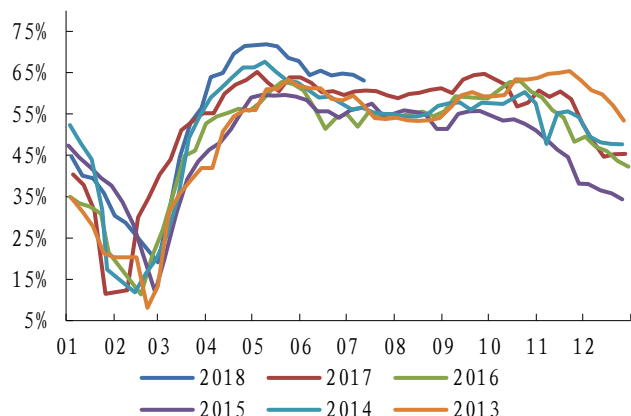
图表 24: 全国、华东、中南地区水泥库容比



资料来源: 卓创资讯, 东方财富证券研究所

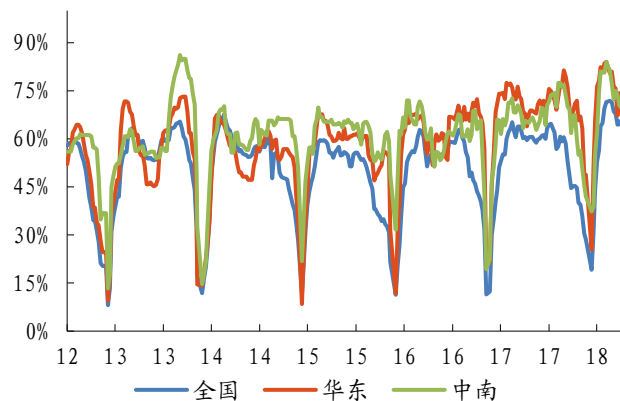
粉磨开工率可用来衡量下游需求情况, 当前全国平均开工率较旺季有所下滑, 维持在 60%以上水平, 相比往年同期水平较高。华东, 中南地区粉磨开工率一直保持在 70%以上, 下游需求支撑较强。

图表 25：2013-2018 全国水泥粉磨开工率



资料来源：卓创资讯，东方财富证券研究所

图表 26：全国、华东、中南地区水泥粉磨开工率

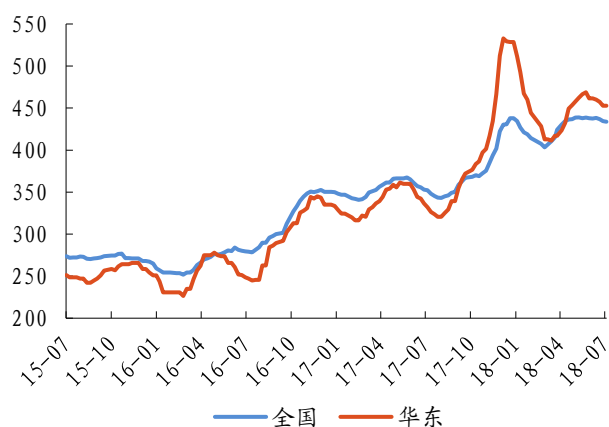


资料来源：卓创资讯，东方财富证券研究所

### 2.3. 对比 10 年，当前基本面支撑更强

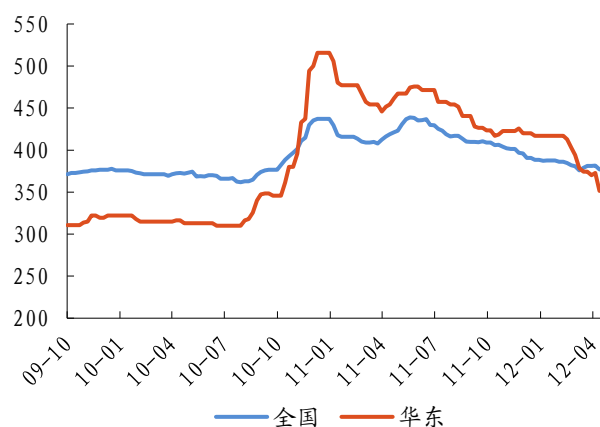
2010 年 7 月起，华东华南多地区政府实施拉闸限电措施，水泥行业作为高耗能行业，开工受到一定限制。以华东地区为例，2010 年全年水泥产量同比增长 6%，较 09 年增速下降 4pct。供给收缩量虽不大，需求刚性下，价格弹性较大，华东地区水泥价格快速拉涨，10 年年底水泥价格较年初大幅上涨约 60%。11 年初，各地拉闸限电政策陆续解除，同时水泥淡季来临，且 10 年新增产能投放力度较大，自 11 年起需求增速逐步下滑，多方作用下，水泥价格开始进入下行通道。

图表 27：16 年至今水泥价格上涨周期



资料来源：数字水泥网，东方财富证券研究所

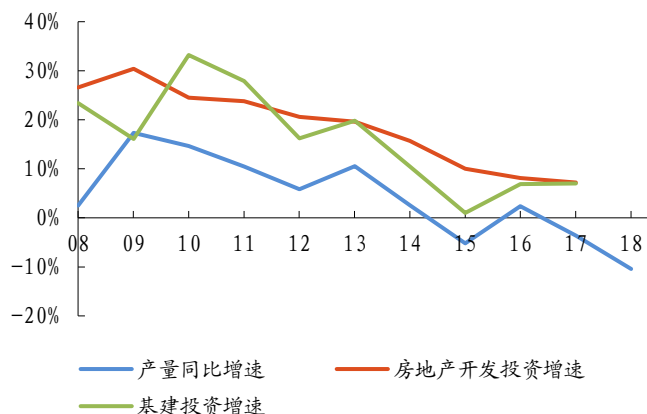
图表 28：10-11 年水泥价格上涨周期



资料来源：数字水泥网，东方财富证券研究所

16 年初，水泥价格到达近十年低点，在环保错峰和企业协同自律停产作用下，水泥价格开始复苏，截至目前，华东水泥价格较 16 年初上涨超 80%，同期全国水泥均价上涨超 60%。当前水泥价格高位小幅回调，呈现出淡季不淡的行情，预计随着华东熟料价格上涨拉开序幕，旺季行情有望更旺。

图表 29：当前需求较 11 年整体较差



资料来源：数字水泥网，choice，东方财富证券研究所

图表 30：当前新增产能投放压力较 11 年较小



资料来源：数字水泥网，东方财富证券研究所

对照两轮的水泥上涨行情，我们认为当前水泥总体新增产能压力较小，由环保主导的供给收缩持续性更强。考虑到当前稳健中性的财政金融政策，需求端预计较为稳定，供需紧平衡的态势有望较长时间维持，看好当前水泥行情的可持续性。

图表 31：10-11 及当前水泥行业基本面对照

因素	10-11	16-至今
提价直接因素	华东、华南地区拉闸限电	环保错峰、行业自律限产
价格传导	短期内供需紧张，价格弹性较大	供需持续紧平衡，价格回升
作用时间	11 年初限电政策逐步解除	环保影响持续趋严
需求	下游整体增速较高，11 年起增速开始下滑	下游需求整体较弱
产能投放	新增产能投放高峰，消化压力较大	新增产能有限，产能置换严格执行或将进一步压缩

资料来源：东方财富证券研究所

### 3. 供需紧平衡预期维持，行业景气有望持续

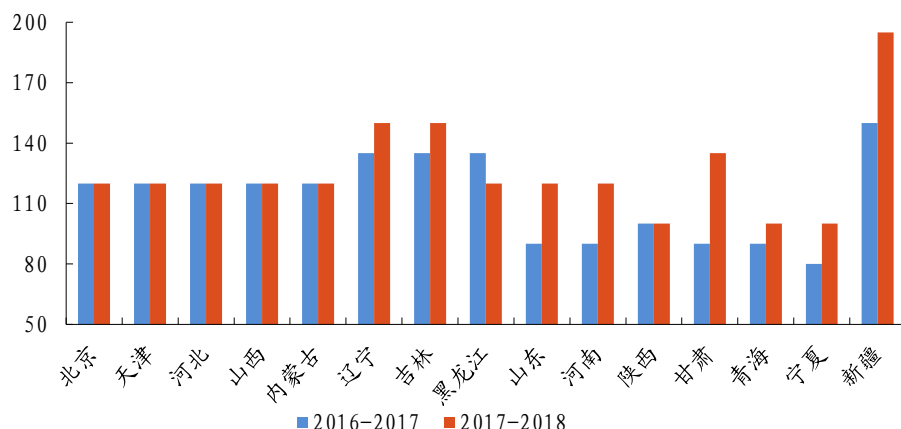
#### 3.1. 当前支撑供给收缩的长短期因素

##### 3.1.1 企业协同、环保错峰限产推动的去产量：供给压缩的核心动力

水泥行业的错峰生产最初是由区域企业内自律协同限产进行主导，随后协会及政府部门基于环保和行业产业结构调整考虑参与进来。今年采暖季和淡季限产的力度较往年均有所提高，是当前供给偏紧的核心动力。

**采暖季错峰时间延长。**17-18 年采暖季各省错峰执行情况较好，从错峰时间来看，除黑龙江外，其余省份错峰时间持平或有所延长，其中新疆地区错峰时间长达近 200 天。预计 18 年采暖季错峰延续严格落实将会持续。

图表 32: 北方 15 省采暖季错峰时间延长 (天数)



资料来源: 中国水泥网, 东方财富证券研究所

**淡季自律协同停窑力度进一步加强。**由目前发布的错峰停产方案来看, 各地区停产力度基本均有加强。华东地区, 山东、安徽、江西、福建多个省份淡季较去年停产时间延长超过 10 天。东北三省停产时间比去年同期多 15 天左右。淡季更加严格的协同限产也是今年淡季不淡行情的重要推动力, 另外偏紧的供给也为旺季提价创造了良好条件。

图表 33: 淡季自律限产力度加强

省份	2017 年限产情况	合计停窑天数	2018 年限产情况	合计停窑天数
河北	7 月 6 日-25 日, 停窑 20 天; 8 月 8 日-8 月 17 日, 全省水泥熟料企业实施停窑。	30 天	5 月 25 日-6 月 13 日水泥熟料企业停窑 20 天。	20 天
山西	夏季 6 月 26 日-7 月 5 日停窑 10 天, 7 月 26 日-8 月 4 日停窑 10 天; 秋季 8 月 26 日-9 月 4 日停窑 10 天。	30 天	4 月 26 日起停窑 20 天, 此后两月一停至 10 月份。	40 天
内蒙古	7 月 1 日-8 月 31 日进行错峰停窑安排, 停窑时间需达到 40 天以上。	>40 天	5 月 16 日起每隔一月停一次。	45 天
辽宁	7 月起, 辽中每月每条熟料线停窑 15 天, 辽南、辽西每个月停窑 10 天。	20-30 天	6 月 1 日-15 日错峰停窑, 三季度每月错峰 15 天。	45 天
吉林	7 月起, 每条熟料线每月停窑 15 天。	30 天	6 月 1 日-15 日错峰停窑, 三季度每月错峰 15 天。	45 天
黑龙江	7 月起, 每条熟料线每月停窑 15 天。	30 天	6 月 1 日-15 日错峰停窑, 三季度每月错峰 15 天。	45 天
江苏	6 月 24 日-7 月 30 日, 全省停窑 20 天。	20 天	6-7 月初步计划停窑 20 天。南京地区 6 月 10 日-7 月 31 日停产。徐州 6 月 1 日-15 日因重大活动停产 15 天。	20 天
浙江	6 月-8 月统一限产 30 天。	30 天	初步计划停窑 20 天。	20 天
安徽	环巢湖地区每条熟料线自主安排检修 10 天。	10 天	据悉三季度停窑 20 天。	20 天
福建	6 月 12 日-7 月 11 日每条线停窑检修 10 天。	10 天	春节前至 8 月底, 分两个阶段, 43 台窑每台停 60 天。	60 天
江西	6 月 1 日-8 月 20 日, 平均每条窑线停 10 天。	10 天	夏季酷暑不少于 10 天。6 月份计划停窑 20 天。	20 天

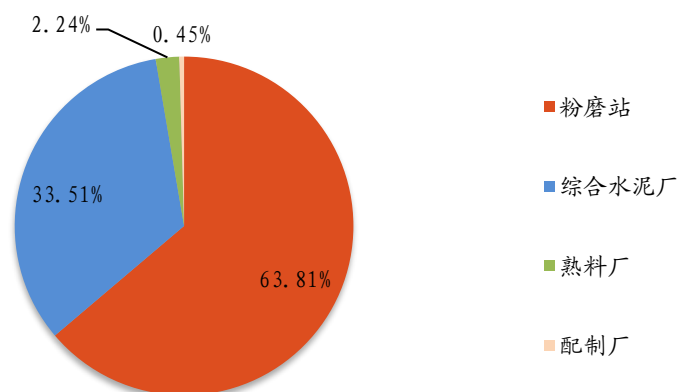


山东	计划 8 月 6 日-15 日停窑 10 天。济南、淄博、聊城、德州、滨州停窑 10 天，其他地区停窑 20 天。	20	6 月 1 日-20 日，停窑 20 天；8/9 月份停窑 20 天。	40 天
河南	6 月 11 日-30 日，自律停窑 20 天；7/8 月夏季错峰停窑 15 天。	35	6 月 1 日-30 日停窑 30 天。	30 天
湖北	8/9 月停窑不少于 20 天。	>20 天	二季度停窑 15 天。	15 天
广东	6-8 月每条熟料线停窑检修 10 天。	10 天	5-7 月每条线分别停窑 10 天。	10 天
广西	5-8 月停窑检修 10 天。	10 天		
重庆	功能核心区、拓展区、新区 7-9 月错峰 45 天。东北东南区错峰 35 天。	35-45	主城区和渝西区域内企业每年错峰停窑总天数 110 天，6-8 月停窑 35 天；渝东南、渝东北区域内企业每年错峰停窑总天数 85 天，6-8 月停窑 30 天。	85-110 天
四川	6 月份停窑 7 天，7/8 月合计停窑 15 天。	22 天	平原、川南地区 6-8 月停窑时间不少于 30 天，全年错峰时间不少于 100 天。	30 天
贵州	三季度每条熟料线停窑 20-30 天。	20-30 天		
陕西	5 月 20 日-6 月 20 日停窑时间不少于 30 天。	>30 天	关中地区 6-8 月限产 30% 左右。	
甘肃	兰州、白银、武威、兰白、古浪地区 8 月份停窑 11 天。	11 天		
青海			上半年停窑 120 天，7-9 月根据市场需求情况停窑 30 天。	150 天

资料来源：中国水泥网，东方财富证券研究所

控产量实际上是控制熟料产量，熟料供给收紧，大企业会相应减少熟料外销比例。17 年 10 月，海螺和南方水泥联合成立“海中建材”，作为熟料资源统筹的平台，在提高市场透明度的同时，也进一步压缩了粉磨站的生存空间。截止 2017 年底，全国水泥粉磨站占全部水泥企业数量高达 63.8%，通过熟料控销加速一批小型粉磨站退出，有助于提高行业集中度，提高大企业对该市场的把控力，避免恶性价格战的出现。

图表 34：水泥粉磨站数量占全部水泥企业超六成



资料来源：中国水泥网，中国水泥研究院，东方财富证券研究所

### 3.1.2 环保高压新常态：供给压缩的助剂

**矿山整治力度加强，石灰石资源供给受限。**2017 年起，国土资源部等六部委正式提出建设绿色矿山，随后多地出台相关政策，从清查非法采矿，提高建设标准，开展生态环保核查，加强安全监管等多方面加强矿山整治力度。在大范围强力度整治下，区域内或将出现短期的石灰石供应不足，石灰石资源成本的抬升一方面可以有效支撑水泥价格上涨，另一方面对于无石灰石矿资源需要外购的小企业而言，成本大幅提升，进一步压缩其利润空间。

**图表 35：矿山整治制度持续出台**

制度名称	出台部门	时间	核心内容
关于加强矿山地质环境恢复和综合治理的指导意见	国土资源部等五部委	2016 年 7 月	到 2025 年，建立动态监测体系。建立矿业权人履行保护和治理恢复矿山地质环境法定义务的约束机制。
关于加快建设绿色矿山的实施意见	国土资源部等六部委	2017 年 3 月	加大政策支持，力争到 2020 年，基本形成绿色矿山建设新格局。新建矿山全部达到绿色矿山建设要求，生产矿山加快改造升级，逐步达到要求。
非煤矿山安全生产“十三五”规划	安监局	2017 年 8 月	到 2020 年，非煤矿山法治建设得到全面加强，安全监管效能和信息化水平显著提升；淘汰关闭矿山 6000 座，矿山企业规模化、机械化、标准化水平明显提高。
非金属矿行业绿色矿山建设规范	自然资源部	2018 年 6 月	发布全球第一个国家级绿色矿山建设行业标准。
推进水泥行业供给侧改革打赢“三个攻坚战”的指导意见	中国建材联合会、中国水泥协会	2017 年 11 月	明确要求从现在开始全国一律停止重复技术的新增产能项目建设，并且还首次提出开展熟料企业矿山资源调查，不具备矿山资源的企业将被退出市场。
关于开展矿山地质环境保护与恢复治理义务履行情况监督检查工作的通知	山东省国土资源厅	2018 年 6 月	县级国土资源主管部门对辖区内矿山企业全覆盖检查，市级国土资源主管部门对县级发证矿山按不低于 30%的比例进行复查，对部、省级发证矿山 100%检查。
大气污染防治专项工作方案	安徽省国土资源厅	2018 年 3 月	查处整改非法矿山开采行为，暂停新设露天矿业权审批，分行业制定绿色矿山标准。加大露天开采砂石土矿资源整合力度，切实减少砂石土矿总数。
河北省非煤矿山安全专项整治工作方案	河北省安监局	2018 年 7 月	7 月到 12 月中旬为集中整治阶段，通过专项整治活动打击非法违法生产经营建设的非煤矿山企业；关闭不符合基本安全生产条件的矿山。

资料来源：政府网站，行业协会网站，东方财富证券研究所

**采矿许可、续延审批加严，大企业资源优势凸显。**2017 年起，政府连续出台采矿权转让、新立、延续新政，通过新立、转让获取矿产资源额的成本提高。对于石灰石资源储量较小的水泥企业而言，拿资源的难度和资金成本加大，大企业较大的石灰石存量储量优势日渐突出。

**图表 36：采矿许可、续延审批制度加严**

制度名称	出台部门	时间	核心内容
矿产资源权益金制度改革方案	国务院	2017. 04	在矿业权出让环节，将探矿权采矿权价款调整为矿业权出让收益。在矿业权占有环节，将探矿权采矿权使用费整合为矿业权占用费。在矿

产开采环节，组织实施资源税改革。在矿山环境治理恢复环节，将矿山环境治理恢复保证金调整为矿山环境治理恢复基金。

矿业权出让制度改革方案	中共中央办公厅、国务院办公厅	2017.06	要求以招标拍卖挂牌方式为主，全面推进矿业权竞争出让，严格限制矿业权协议出让
关于完善矿产资源开采审批登记管理有关事项的通知	国土资源部	2018.01	规范采矿权新立、延续审批登记管理，调整划定矿区范围管理，

资料来源：政府网站，东方财富证券研究所

图表 37：部分水泥企业石灰石资源储量

公司名称	时间	储量（亿吨）	备注
海螺水泥	2018	100+	
华新水泥	2017 年末	18.69	自供比例 94%
冀东水泥	2017 年末	39.97	金隅+冀东
万年青	2013 年末	4.81	
亚泰集团	2018 年 3 月底	14.58	

资料来源：choice，东方财富证券研究所

**环保督查常态化，整治落实力度提高。**2015 年底至 2017 年，中央先后组织四批次环保督查对全国 31 省份展开覆盖式检查。水泥行业主要涉及扬尘污染、违规采矿、落后产能违规开启、污染物排放不达标等问题。今年 5-7 月，启动第一批“回头看”督查行动，重点督查整改方案落实情况，总计问责 4305 人，环保监管愈加严格。

2018 年 7 月，国务院发布蓝天保卫战三年计划，京津冀及周边、长三角、汾渭平原被列为重点区域，提出到 2020 年污染物排放量减少目标。并计划针对水泥等行业要求，加快执行落后产能淘汰。此次计划较 13 年的大气十条监测范围更广，污染排放要求更高，责任落实更细化。

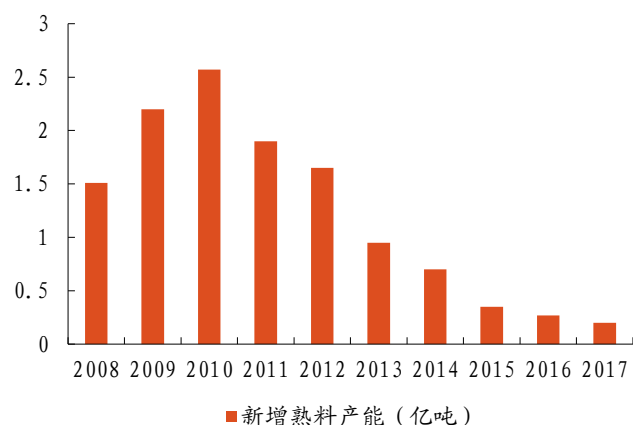
### 3.1.3 去落后产能：供给压缩的长期保障

#### 产能置换政策实施有望落到实处

自 10 年国务院发布《关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》起，落后产能持续淘汰。特别是 16 年国务院发布 34 号文严禁新建产能以来，新增产能大幅减少，17 年新增熟料产能 0.2 亿吨，占 16 年总产能比例仅 1%。根据卓创资讯数据，预计 18 年新增产能冲击为 1.6%、19 年减少至 0.75%。

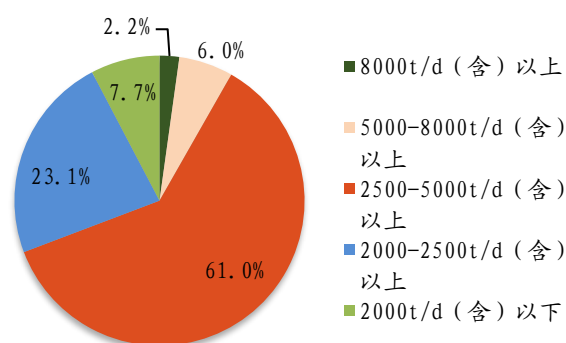
另外，我国新型干法生产线中 2500t/d（含）以下生产线产能占比仍高达 30.8%，在产能过剩的情况下，部分地区有望出台政策进一步淘汰 2500 t/d 以下小产能。一方面产能压缩空间仍然较大，另一方面，小产能的出清有望进一步提升行业集中度，有利于行业协同有序运行。

图表 38: 新增产能冲击逐年降低



资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

图表 39: 2017 年我国新型干法生产线规模分布



资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

当前供给压缩主要还是依赖环保限产的影响, 去产能尚未落实到位。18 年初工信部发布《产能置换实施办法》, 要求推进新建项目减量置换或等量置换。置换政策推出以来, 部分企业通过跨区域置换、重复置换、僵尸产能置换等途径变相新增产能, 对去产能效果造成了一定影响。近期行业要求推动制订并落实《水泥项目产能置换实施细则》, 预计随着细则的推出, 产能置换标准将会提高, 异地置换或将禁止。随着产能置换政策的落到实处, 产能有望真正去化, 将成为水泥供需紧平衡的长期有效保障。

图表 40: 水泥行业去产能政策持续推出

政策名称	推出时间	推出部门	主要内容
关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知 (国发〔2010〕7 号)	2010. 02	国务院	2012 年底前, 淘汰窑径 3.0 米以下水泥机械化立窑生产线、窑径 2.5 米以下水泥干法中空窑 (生产高铝水泥的除外)、水泥湿法窑生产线 (主要用于处理污泥、电石渣等的除外)、直径 3.0 米以下的水泥磨机 (生产特种水泥的除外) 以及水泥土 (蛋) 窑、普通立窑等落后水泥产能。
关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知 (发改产业【2013】892 号)	2013. 05	发改委等	严禁核准水泥等过剩产业新增项目, 不得为其办理土地供应、环评审批, 不能为其提供金融授信;
关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见 (国发〔2013〕41 号)	2013. 10	国务院	坚决遏制产能盲目扩张, 调整优化产业结构; 清理整顿建成违规产能, 淘汰和退出落后产能; 修订水泥产品标准和设计规范, 推广使用高标号水泥。
关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知 (发改价格[2014]880 号)	2014. 05	发改委等	对淘汰类水泥熟料企业生产用电实行更加严格的差别电价政策; 对其他水泥企业生产用电实行基于能耗标准的阶梯电价政策; 凡不符合国家产业政策的水泥生产线, 一律不予以换 (发) 生产许可证。
关于做好“十三五”期间重点行业淘汰落后和过剩产能目标计划制订工作的通知 (工信部产业〔2014〕419 号)	2014. 09	工信部	制定水泥 (熟料及磨机) 等 15 个重点行业 2015 年目标计划; 制定重点行业, 尤其是化解产能过剩矛盾和大气污染防治涉及水泥等行业“十三五”淘汰目标以及到 2017 年阶段性目标。
2015 年原材料工业转型发展工作要点	2015. 02	工信部	严格控制新增产能, 推动存量调整优化; 推动水泥等行业建立以能耗、环保为主的落后产能判定标准。

关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见(国办发〔2016〕34号)	2016.05	国务院	到2020年,再压减一批水泥熟料,产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右;2020年底前,严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料建设项目;2017年底前,暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料、平板玻璃产能置换。
水泥玻璃行业产能置换实施办法(工信部原〔2017〕337号)	2018.01	工信部	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目;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;西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。

资料来源:各部门网站,东方财富证券研究所

### 取消 32.5 等级水泥循序推进

低标号水泥混合材添加比例较高且不规范,水泥强度难以把控,从而影响建筑质量。行业产能过剩情况下,首当其冲成为产能去化的对象。目前相关标准正逐步修订,部分区域也在推进停止生产、销售、使用 32.5 标号水泥,其中新疆地区落实较为到位,我们认为淘汰 32.5 水泥预期将由点及面稳步推开。

取消 32.5 水泥全面推行高标号水泥后,第一,可以有效保障水泥的质量;第二,小企业多以生产低标号水泥为主,取消 32.5 水泥后,预计将进一步压缩中小企业的市场空间和利润空间,有利于进一步提高行业度,龙头企业优势明显;第三,全面推行高标号水泥后,对熟料的用量大幅提高,对于化解过剩产能意义非凡。我国 P.C32.5 水泥产量约占水泥总产量的 50%左右,我们进行简单估算,假设 P.C32.5 水泥全部淘汰,以熟料添加比例由 50%提高至 60%计算,以 17 年的水泥产量 23.16 亿吨为基数,将带动熟料用量增加约 1.2 亿吨,带动熟料产能利用率提升 6pct。(实际 P.C32.5 水泥禁止后,部分企业会转向生产粉煤灰、火山灰 32.5 水泥,短期内完全淘汰可能性不大)

图表 41: 32.5 水泥淘汰推进进度

时间	推出部门	事件
2015.12	国家标准委	关于取消 P.C32.5 水泥的修订标准正式实施。
2017.05	新疆经信委	发布《关于按期取消 32.5 强度等级通用硅酸盐水泥的通知》,自 2017 年 5 月 1 日起,禁止生产、销售、使用 32.5 强度等级水泥。
2016 年底	宁夏回族自治区人民政府办公厅	发布《关于印发建材工业稳增长调结构增效益实施方案的通知》,从 2017 年起,停止办理含有 32.5 等级复合硅酸盐水泥企业的生产许可证手续。
2017.05	四川省人民政府办公厅	发布《关于印发促进建材工业稳增长调结构增效益的实施方案的通知》明确要停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥,提高生产和使用 42.5 及以上等级水泥产品比重,重点发展高强水泥、专用水泥及特种水泥产品。
2017.09	国家标准委	关于取消 P.C32.5R 水泥的修订标准征集意见稿开始公示。
2018.04	上海市住房和城乡建设管理委员会	公布《上海市禁止或者限制生产和使用的用于建设工程的材料目录》。2018 年 5 月 1 日前未通过施工图设计文件审查备案的相关项目,禁止使用强度等级为 32.5 和 32.5R 的通用硅酸盐水泥。

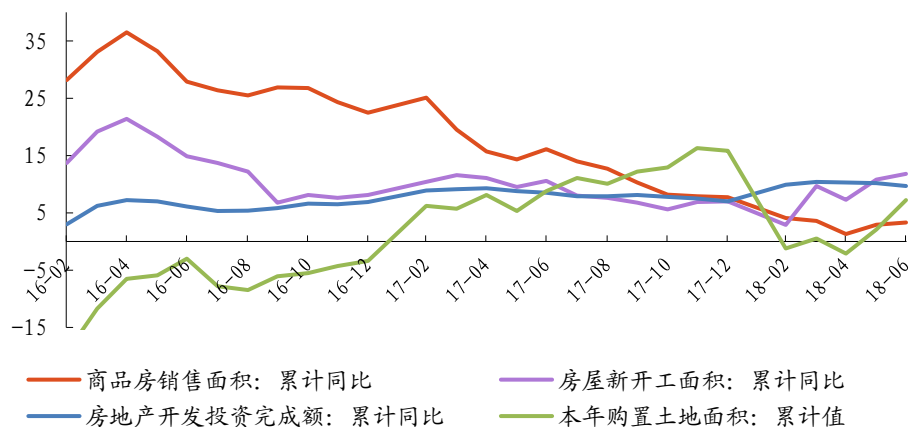
资料来源:各部门网站,东方财富证券研究所



### 3.2. 需求短期内以稳为主

房地产需求来看,18年1-6月份销售面积同比下滑,开发投资、购地面积、新开工面积增速较年初好转,同比增速分别为9.7%/7.2%/11.8%。当前随着地产企业周转加快,拿地和节奏较快,预计短期内地产需求下滑幅度可控。且房企拿地多集中在长三角、珠三角三四线城市以及中西部地区二线城市,我们判断短期内房地产需求整体稳中略降,华东、中南、西南地区相对较好。

图表 42: 房地产数据表现稳健 (%)

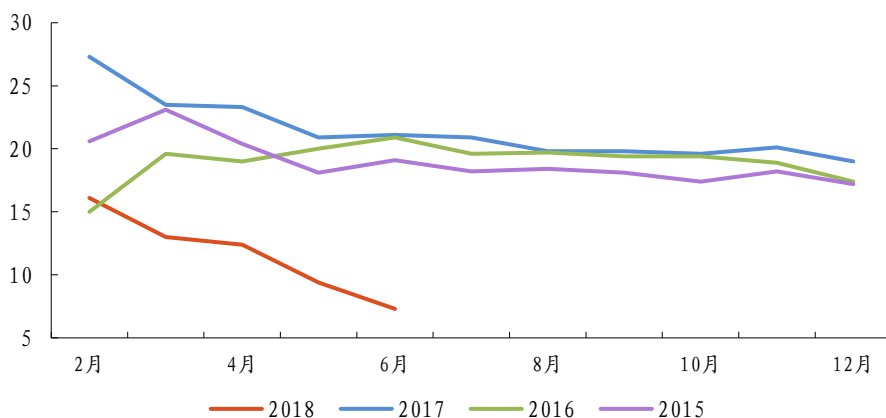


资料来源: choice, 东方财富证券研究所

上半年资金面持续偏紧,社融增速持续下滑,且受累于PPP项目清库影响,18年基建投资持续缩量,1-6月累计投资增速7.3%,较近几年增速下滑幅度较大。但我们认为,当前PPP项目清库基本完成,且考虑到当前稳健中性的货币及财政政策,下半年继续下滑幅度有限,部分区域或将出现区域性机会。

综合来看当前时点水泥供需,我们认为需求短期内以稳为主,下滑幅度可控。相比之下,严格的环保政策及企业协同带来的供给压缩力度更大,短期内供需紧平衡的局面预期将延续。另外,随着产能置换政策落实到位,去产能实质性展开,或将接棒错峰限产成为控供给的又一重要抓手,支撑行业景气持续。

图表 43: 基建投资增速有所下滑 (%)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

## 4. 天时地利造就水泥龙头

### 4.1. 华东、中南区域景气度最佳

考查影响区域供需的三个核心指标：需求、产能利用率、集中度。需求方面，以区域固投增速来衡量地产和基建的综合需求，华东、中南和西南地区明显优于三北地区。供给方面，2017 年熟料产能利用率在华东、中南、西南地区均可以达到 80%以上，三北地区同期产能利用率仅 50%上下。区域集中度方面，华东、中南地区集中度较高，重点省份 CR3 均超 60%，区域集中度越高，协同限产提价执行起来越容易，区域市场行情越稳定景气。

综上我们认为华东、中南地区水泥景气度最佳，该区域内龙头最为受益。华东地区 CR3 企业为中国建材、海螺水泥和山水集团；中南地区 CR3 企业为中国建材、海螺水泥和华润水泥。

### 4.2. 骨料和混凝土业务成为新的利润增长点

在区域市场格局明朗下，水泥企业通过优化产品组合、提升能源效率挖掘新的利润。整合上下游产业链，拓展骨料和混凝土业务成为行业共识，大型熟料基地普遍拥有较大规模的石灰石矿山资源，利用低品位的尾矿用于骨料生产，成本低廉收入相当可观。此外，通过技术创新，利用余热发电，水泥窑协同处置固废、危废等项目，在提高能源使用效率的同时保护环境、节约生产成本，增加企业竞争力。

海螺水泥拥有石灰石资源储量超过 100 亿吨，积极扩大骨料业务的生产规模，预计 2020 年达到 1 亿吨/年，混凝土计划 5 年内产能扩张至 1000 万方/年。华新水泥也规划 2020 年骨料产能达到 1 亿吨/年。另外，海螺水泥的间接股东海螺创业（00586.HK），为余热发电、水泥窑协同处置行业内领先企业，发展前景不容小觑。

### 4.3. 政策重点降临地区值得期待

雄安新区被国家定义为“千年大计”。根据中国水泥研究院，未来 20 年当地或将释放水泥需求至少 1.4 亿吨。目前金隅冀东水泥在京津冀地区熟料市场占有率超过 60%，由于环保和产能过剩原因很难再有新进入者，因此金隅冀东水泥获得雄安订单可能性最大。

中西部基础设施建设提速。日前总理考察川藏铁路，提出“通过扩大有效投资，加快中西部基础设施建设”。西南水泥（属中国建材）、华新水泥分别在四川和西藏拥有最大市场份额，政策带动效果最明显。

#### 4.4. 海外布局是水泥企业发展的必经之路

根据国家统计局数据,2017 年我国水泥产量为 23.16 亿吨,同比减少 0.2%;水泥销量为 23.08 亿吨,同比减少 1.7%。需求端并无增量且降幅高于供给端,行业利润主要来源于供应端的结构性改善。另外,根据《水泥行业去产能行动计划(2018-2020)》,2018 年-2020 年期间,水泥行业将实现去产能 3.93 亿吨。其中 2018、2019 和 2020 年分别去产能 1.36 亿吨、1.16 亿吨和 1.4 亿吨。然而水泥企业通过区域性的协同自律,去产能(产量)并非长远之计,由于国内需求增长动力不足,水泥企业若要获得持续健康发展,就必须将目光瞄向更广大的海外市场。

近年来在国家“一带一路”战略政策的引导下,中国水泥企业开始走向海外,“一带一路”沿线国家成为首选目的地。从地区分布来看,项目主要集中在亚洲地区的东南亚和中亚、非洲地区的中部和南部,相关国家有印度尼西亚、缅甸、老挝、尼泊尔、巴基斯坦、塔吉克斯坦、南非、莫桑比克、埃塞俄比亚等。

图表 44: “一带一路”示意图



资料来源: 数字水泥网, 东方财富证券研究所

从海外实际投产企业来看,海螺水泥、建盛投资、华新水泥最早走出国门,但总体规模依然较小。其中海螺水泥投产规模最大,已在印度尼西亚、缅甸建成 4 条线,熟料产能为 452.6 万吨;建盛投资已在缅甸建成 2 条线,熟料产能为 310 万吨;华新水泥最早布局海外,已在塔吉克斯坦和柬埔寨建成 3 条线,熟料产能为 285.2 万吨。

图表 45: 海外已建成水泥熟料产能(万吨/年)

企业名称	建设地址	日产能 (吨/天)	年产能 (万吨/年)	总产能 (万吨/年)
安徽海螺水泥股份有限公司	印度尼西亚 南加里曼省巴隆县	3200	99.2	452.6
		3200	99.2	
	印度尼西亚 西巴布亚省马诺夸里县	3200	99.2	
	缅甸 曼德勒省皎施县	5000	155	
云南建盛投资有限公司	缅甸 曼德勒省	5000	155	310
		5000	155	
华新水泥股份有限公司	柬埔寨 贡布省	3200	99.2	285.2
华新中亚投资(武汉)有限公司	塔吉克斯坦 哈特隆州亚湾市	3000	93	

	塔吉克斯坦 索格特州嘎夫洛夫区	3000	93	
陕西恒誉达建材有限公司	塔吉克斯坦 塔吉克斯坦亚湾市达汉纳区 达汉纳街	3200	99.2	99.2
中非冀东建材投资有限责任公司	南非 林波波省	2800	86.8	86.8

资料来源：中国水泥网，东方财富证券研究所 注：年产能=日产能\*310天/10000（万吨/年）

从海外在建项目来看，海螺水泥、红狮控股、中国建材最为积极，海外扩张节奏明显加快。其中海螺水泥在印度尼西亚、柬埔寨在建3条线，年设计产能为465万吨；红狮控股在老挝和尼泊尔在建2条线，年设计产能为341万吨；中国建材在印度尼西亚在建1条线，年设计产能为186万吨。

图表 46：海外在建水泥熟料产能（万吨/年）

企业名称	建设地址	日产能 (吨/天)	年产能 (万吨/年)	总产能 (万吨/年)
安徽海螺水泥股份有限公司	印度尼西亚 南苏拉威西省巴鲁县	5000	155	465
	印度尼西亚 北苏拉威西省波拉昂孟都县	5000	155	
	柬埔寨 马德望省	5000	155	
红狮控股集团有限公司	老挝 万象省横河县	5000	155	341
	尼泊尔 尼泊尔纳瓦尔帕拉西县萨迪村	6000	186	
中国建材集团	印度尼西亚 中爪哇省三宝壟市	6000	186	186
华新中亚投资（武汉）有限公司	塔吉克斯坦 哈特隆州丹加拉区	3000	93	93
中港建设集团有限公司	莫桑比克 梅都希地区	3000	93	93
上峰水泥股份有限公司	吉尔吉斯斯坦 楚河州克明区	2800	86.8	86.8

资料来源：中国水泥网，东方财富证券研究所 注：年产能=日产能\*310天/10000（万吨/年）

国际化道路并非一帆风顺，更考验管理水平。水泥海外布局前景光明，通过“一带一路”承接沿线国家的旺盛基建需求，逐步平衡国际间水泥市场要素争取定价权，最终参与全球水泥产业链的利润再分配。但进军海外之路道阻且长，进入国际市场首先要做好激烈价格战的准备，其次“本土化”不仅仅要求在其他国家建造了水泥工厂，或是带去了先进的水泥生产技术，更重要的是建立长期稳定的销售网络，和本土化经营人才的储备。另外，应重视当地的社会责任，包括人权、劳动标准、环境保护、反贪污等，追求企业的可持续发展。因此，国内水泥企业国际化道路困难重重，更考验管理者的智慧。

图表 47：全球十大水泥企业 2017 年销量

排名	水泥企业	收入（亿美元）	产销量（百万吨）	产能（百万吨）	产能占比(%)
1	中国建材	196（中国建材）+87（原中材股份）	257.6（中国建材）	521	11.6
2	拉法基豪瑞	234	210	356	8.0
3	海螺水泥	119	290	335	7.5
4	海德堡水泥	202	126	187.8	4.2
5	西麦斯	25.7	68.5	95.6	2.1
6	UltraTech 水泥	44	59.3	93.5	2.1
7	华润水泥	38	75.9	83.3	1.8

8	沃特兰亭	29	-	70.9	1.6
9	台泥水泥	8.7	-	69.0	1.5
10	CRH	294	-	63.3	1.4
合计 TOP10				1875.4	41.8

资料来源：环球水泥网，东方财富证券研究所

## 5. 估值及重点公司基本概况

### 5.1. 水泥行业估值情况

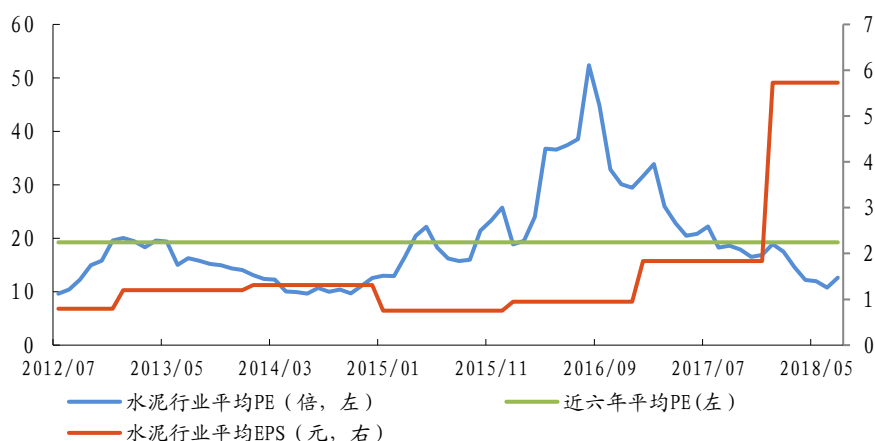
#### 5.1.1 PE 估值：盈利高，估值低

水泥行业作为强周期、同质化严重的行业，盈利波动较大，各企业总体呈现一荣俱荣一损俱损的走势。12 年以来东财水泥行业平均 PE 分布在 9.6-45.5 倍，估值波动较大。且估值往往先于盈利变动，在盈利能力较低的行业低谷期，基于对未来 EPS 快速提升的预期，PE 快速提高；在行业景气阶段，基于对未来的悲观预期，PE 下降较快。

当前水泥行业盈利能力快速提升，总体来看呈现盈利高，估值低的背离现象。从 18 年公布中报业绩预告的情况，全部实现预增，根据一致预测的 EPS 来看，整体法计算的建材行业平均 EPS 已创历史新高。相反，当前平均 PE 仅为 12.6 倍，仅略高于 14 年水平，远低于近五年平均 PE。

我们认为，良好的基本面支撑下，EPS 增长确定性较高。当前水泥行业平均 PE 估值安全边际较高，下半年预期将迎来估值修复，出现戴维斯双击效应。

图表 48：A 股水泥行业出现盈利和估值的背离



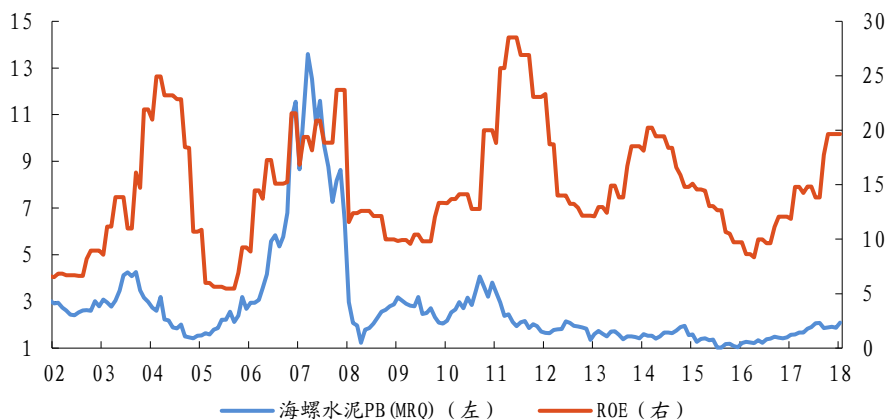
资料来源：Choice，东方财富证券研究所



### 5.1.2 PB 估值：安全边际较高

考虑到水泥行业业绩波动较为剧烈，我们以更为稳定的 PB 估值进行分析。以海螺水泥为例，截至 7 月 27 日，PB (MRQ) 为 2.1 倍左右，相比历史平均水平较低，处于公司上市以来 PB 波动区间的 48%分位。而当前公司 ROE (TTM) 为 19.6%，处于上市以来 ROE 区间的 82%分位。我们认为高盈利能力下，当前 PB 安全边际较高，仍有一定提升空间。

图表 49：海螺水泥 PB 和 ROE 走势

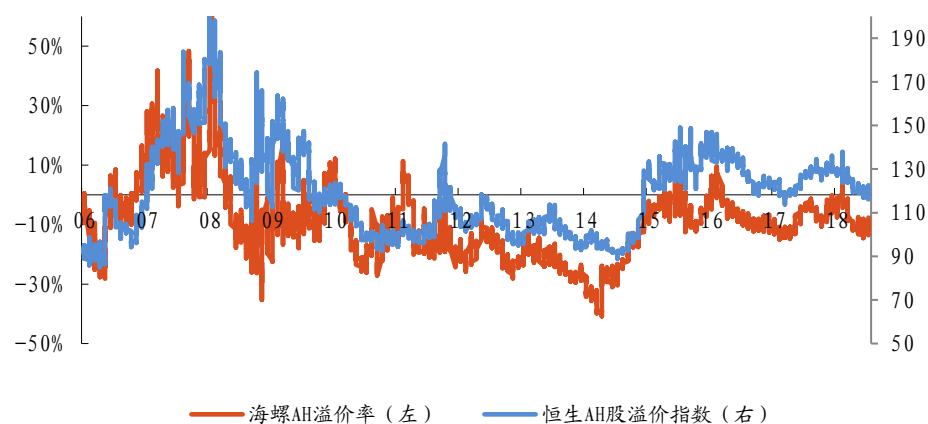


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 5.1.3 水泥 AH 股折价明显

整体来看 A 股相比 H 股长期处于溢价，但 A 股水泥表现明显不及 H 股。以海螺水泥为例，A 股海螺较 H 股海螺长期处于折价，截至 7 月 27 日，海螺 AH 折价率为-11.36%。

图表 50：海螺水泥 AH 股长期折价



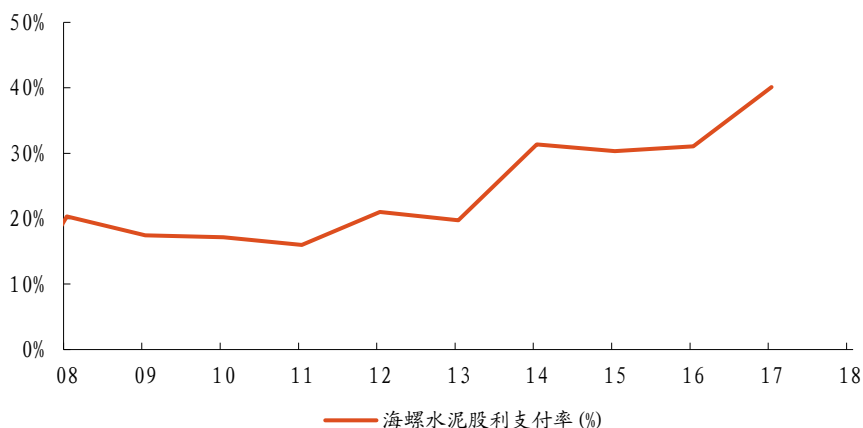
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

我们认为，海螺 AH 折价主要由于 H 股和 A 股投资者估值方法不同。外资投资者较常使用股息贴现模型 (DDM) 进行估值。投资者更关注公司分红指标，

海螺水泥近年来分红较为稳定股利支付率稳步提升，17 年为 40.1%。分红与公司业绩息息相关，当期业绩增长可以直接带动估值的提升，故在水泥业绩增速预期较高的今年，H 股水泥股普遍表现较好。

A 股投资者对于业绩波动较大的周期股，估值常使用相对估值法，主要基于对未来业绩预期走势的判断，“高 PE 买入，低 PE 卖出”，存在一定的投机性。我们认为随着水泥行业由野蛮生长逐步转化为有序的存量博弈，水泥企业盈利水平趋于稳定，A 股的估值体系或将有所转变，企业的合理估值有望向 H 股靠拢，市值仍有提升空间。

图表 51：海螺水泥股利支付率稳步提升



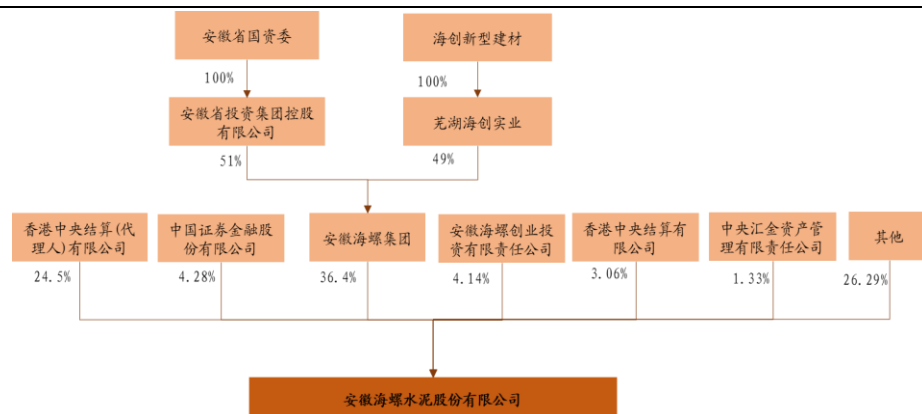
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 5.2. 重点公司概况

### 5.2.1 谨慎看好：海螺水泥

海螺水泥成立于 1997 年，其前身是安徽省宁国水泥厂，1997 年香港上市，2002 年 A 股上市。控股股东为海螺集团（持股 36.4%），第二大股东为香港中央结算（代理人）有限公司（持股 24.5%），实际控制人为安徽省国资委。

图表 52：海螺水泥实际控制人为安徽省国资委

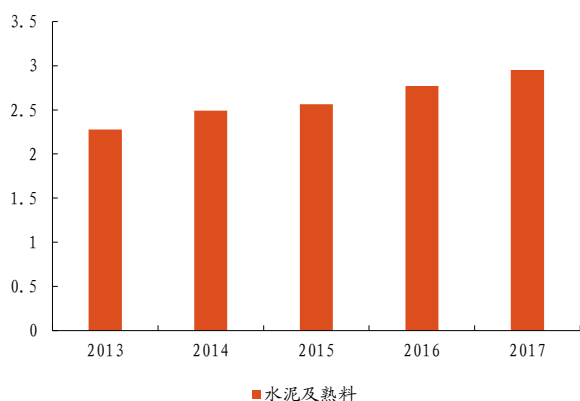


资料来源：choice，东方财富证券研究所

截至 2017 年底，公司拥有熟料产能 2.46 亿吨，水泥产能 3.35 亿吨，骨料产能 2890 万吨，商品混凝土 60 万立方米。华东/中南/西南/西北地区熟料产能占比分别为 48%、25%、19%、8%。公司特有的“T”型战略使得公司成本优势突出。同时公司在印尼、缅甸、老挝、柬埔寨、俄罗斯等国建设十多个水泥项目，开始了海螺模式在全球范围内的复制。另外，公司积极横向纵向拓展产业链，加大骨料业务的生产规模，预计今年年底产能达到 4000-4500 万吨/年，2019 年达到 5000-6000 万吨/年，十三五末达到 1 亿吨/年。逐步涉入混凝土行业，计划 5 年内产能扩张至 1000 万方/年。

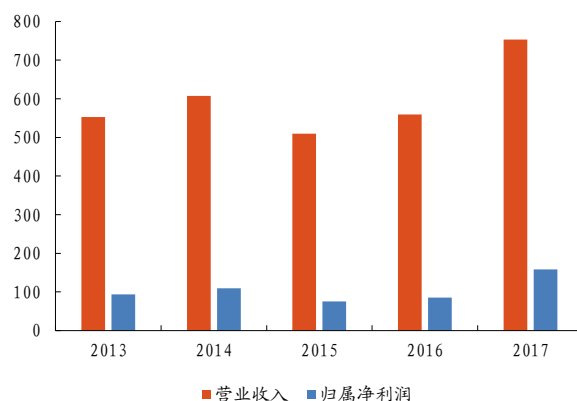
公司 2017 年实现营业收入 753.11 亿元，同比增长 34.65%，实现归属净利润 158.55 亿元，同比增长 85.87%。根据公司 18 年中报业绩预告，受益于 18 年上半年水泥价格同比大幅上涨，上半年预计实现归属净利润 120.9-134.34 亿元，同比增长 80%-100%。

图表 53: 海螺水泥 5 年水泥及熟料销量 (亿吨)



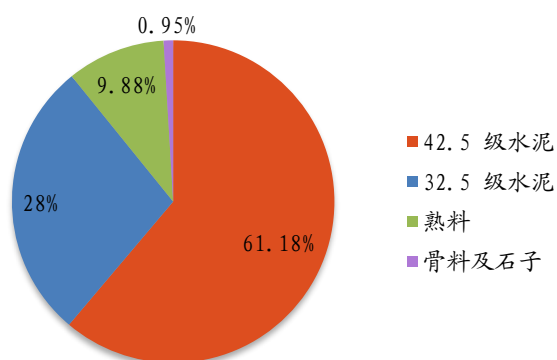
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 54: 海螺水泥 5 年营收及归属净利润 (亿元)



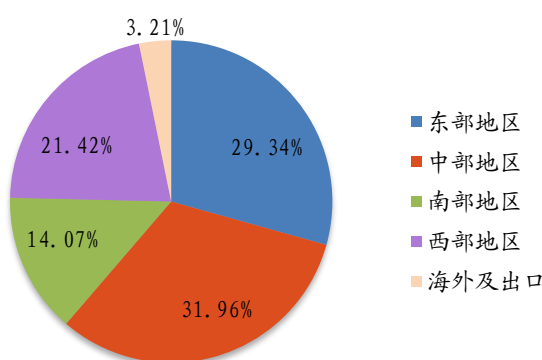
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 55: 海螺水泥 2017 年收入按产品划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 56: 海螺水泥 2017 年收入按地区划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

基于对水泥行业下半年供需格局的乐观预期，我们上调了海螺水泥 18 年盈利预期。预计公司 18/19/20 年营业收入分别为 983.50/1024.81/1056.58 亿元，归母净利润分别为 254.74/270.03/280.89 亿元，EPS 分别为 4.81/5.10/5.30 元，对应 PE 为 8.02/7.56/7.27 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测

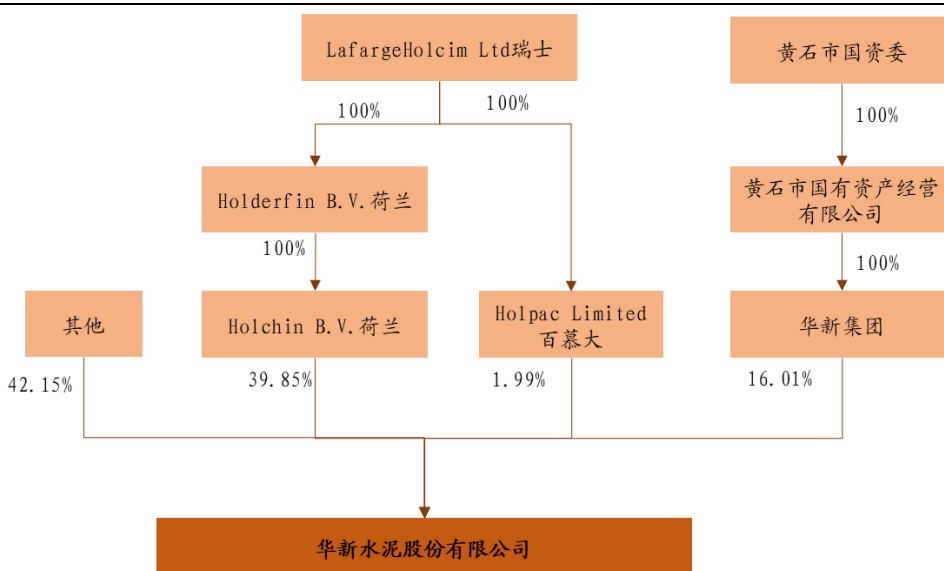
项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	75310.82	98350.12	102480.83	105657.73
增长率（%）	34.65	30.59	4.20	3.10
EBITDA（百万元）	26277.55	39044.33	40283.29	40913.73
归母净利润（百万元）	15854.67	25473.79	27002.61	28088.86
增长率（%）	85.87	60.67	6.00	4.02
EPS（元/股）	2.99	4.81	5.10	5.30
市盈率（P/E）	12.88	8.02	7.56	7.27
市净率（P/B）	2.28	1.85	1.54	1.31
EV/EBITDA	7.36	4.12	3.29	2.53

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 5.2.2 谨慎看好：华新水泥

华新水泥前身为湖北水泥厂，始创于 1907 年，1994 年 A、B 股先后上市，1999 年与全球水泥巨头瑞士豪瑞建立战略合作关系，2008 年公司实际控制人由黄石市国资委变更为豪瑞集团。2015 年拉法基与豪瑞合并后成为全球最大的水泥企业，拉法基豪瑞成为公司实际控制人，间接持股 41.84%，公司是其在华核心的水泥上市平台（拉法基豪瑞另持有四川双马 17.55%股份）。另外，黄石市国资委通过华新集团持股 16.01%。

图表 57：华新水泥实际控制人为拉法基豪瑞集团



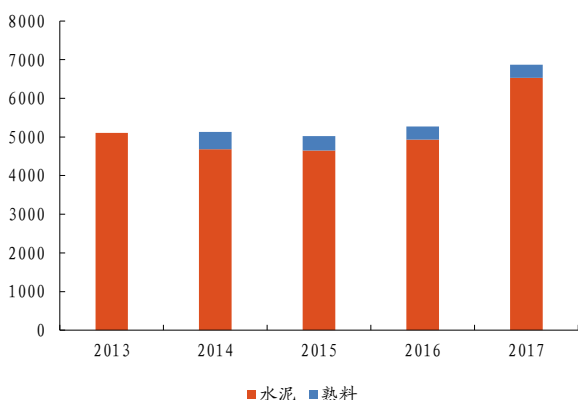
资料来源：choice，东方财富证券研究所

截至 2017 年底，公司具备水泥产能 9000 万吨/年，水泥产能主要分布在中南和西南地区，产能占比分别约为 60%/40%。完成收购拉法基在云南、重庆的六家公司之后（17 年并表），在西南地区的竞争力大幅提升。同时积极向下游领域延伸，截至 17 年底，具备骨料 2100 万吨/年（规划到 2020 年达到 1 亿吨/年）、商品混凝土 2380 万立方/年、水泥设备制造 5 万吨/年、水泥包装袋 4

亿只/年及处置废弃物 550 万吨/年（含在建）的总体产能。

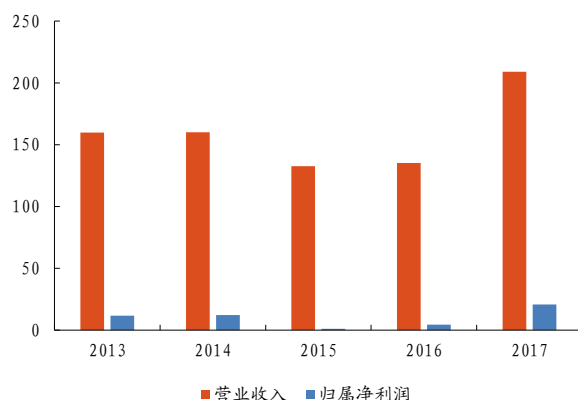
公司 2017 年实现营业收入 208.89 亿元，同比增加 54.44%，归属净利润 20.78 亿元，同比增加 359.73%。业绩大幅增长一方面由于并购拉法基西南产能并表影响，另一方面受益于水泥和熟料销售量价齐升。18 年上半年中南西南地区水泥供需格局持续好转，水泥价格同比大幅上涨。同时骨料销售量价齐升。另外通过环保处置、燃料替代等部分消化了原燃料价格上涨对利润的侵蚀。根据公司发布的 18 年上半年业绩预告，上半年预计实现归属净利润 20.28-21.28 亿元，同比大幅增加 179%到 192%。

图表 58：华新水泥 5 年水泥及熟料销量（万吨）



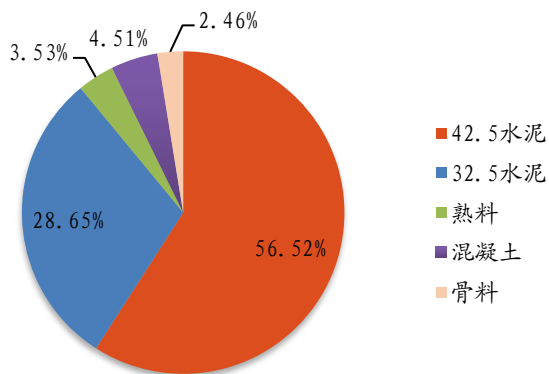
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所  
(注：13年数据为水泥和熟料总销量)

图表 59：华新水泥 5 年营收及归属净利润（亿元）



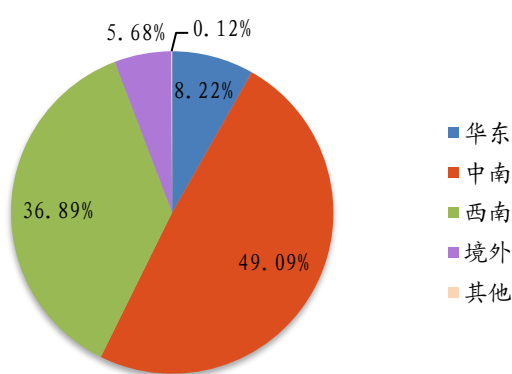
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 60：华新水泥 2017 年收入按产品划分



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 61：华新水泥 2017 年收入按地区划分



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

预计公司 18/19/20 年营业收入分别为 269.04/291.91/306.51 亿元；归母净利润分别为 36.88/42.50/46.65 亿元；EPS 分别为 2.46/2.84/3.12 元；对应 PE 分别为 8.04/6.98/6.36 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	20889.29	26904.50	29191.38	30650.95
增长率（%）	54.44	28.80	8.50	5.00
EBITDA（百万元）	5084.95	8055.05	8577.62	9055.66
归母净利润（百万元）	2077.64	3688.01	4249.72	4665.32
增长率（%）	359.72	77.51	15.23	9.78
EPS（元/股）	1.39	2.46	2.84	3.12
市盈率（P/E）	14.27	8.04	6.98	6.36
市净率（P/B）	2.49	1.93	1.54	1.25
EV/EBITDA	7.12	3.81	2.88	2.04

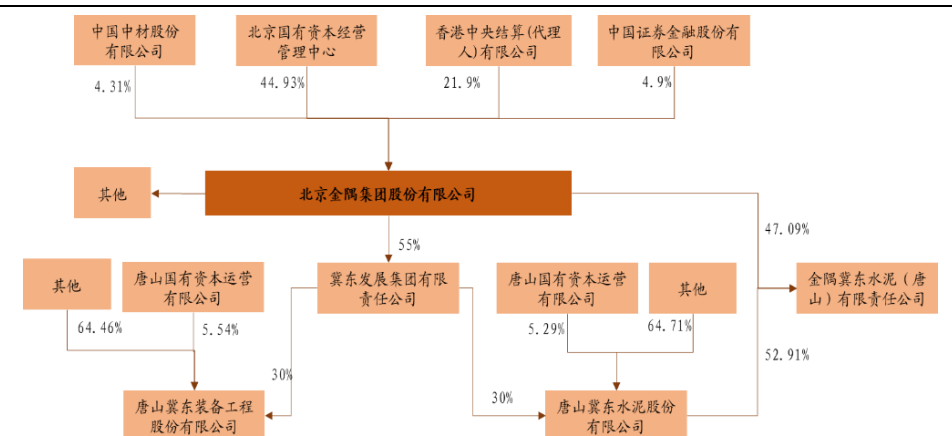
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 5.2.3 建议关注：冀东水泥

冀东水泥成立于1994年，1996年A股上市，是华北最大的水泥企业。间接控股股东金隅集团成立于2005年，前身是1955年成立的北京市建筑材料工业局。2009年于港交所上市，2011年A股上市，实际控制人是北京国有资本经营管理中心，持股比例44.93%。2016年金隅通过控股冀东发展集团，成为冀东水泥的间接控股股东，与冀东水泥完成股权重组。2018年6月，与冀东水泥合资设立金隅冀东水泥，由冀东水泥控股，金隅和冀东分别将旗下10/20家水泥子公司注入合资公司，金隅承诺3年内完成另外14家水泥公司注入，资产重组第一阶段完成。

金隅、冀东重组完成后，截止至2017年底，合计拥有熟料产能约1.1亿吨、水泥产能约1.7亿吨、预拌混凝土产能约7400万立方米、预拌砂浆产能约225万吨、骨料产能约3850万吨，助磨剂外加剂产能约34万吨，水泥产能全国排名第三。产能主要分布在华北地区，产能占比超过70%，在京津冀地区，金隅冀东合计市场占有率达到50%以上。

图表 62：金隅集团与冀东水泥重组股权结构

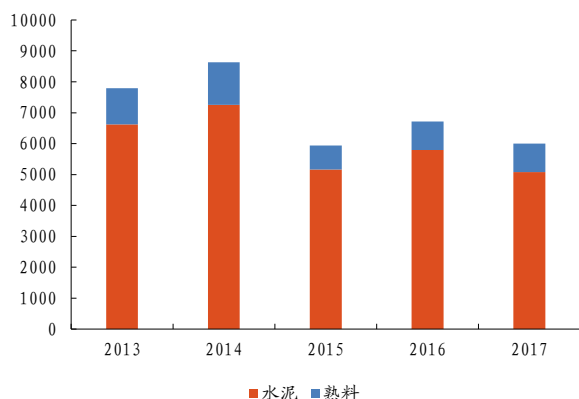


资料来源：choice，东方财富证券研究所



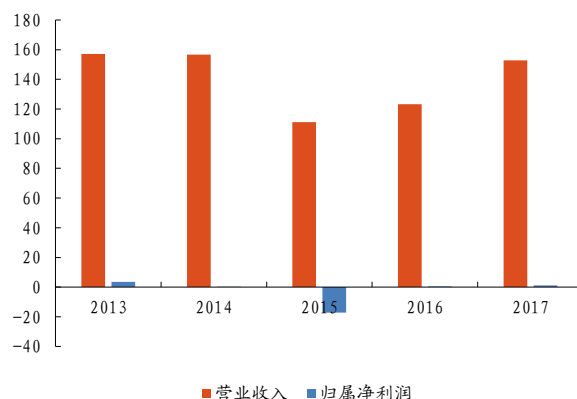
冀东水泥 17 年实现营业收入 152.9 亿元，同比增长 23.96%，实现归属净利润 1.1 亿元，同比增长 108.72%。18 年上半年受益于京津冀地区水泥市场秩序持续改善，产品量缩价增，盈利大幅改善。根据上半年业绩预告，公司水泥和熟料综合销量约 2590 万吨，较去年略有下降。预计上半年实现归属净利润 4.8-5.3 亿元，同比大幅扭亏为盈。

图表 63: 冀东水泥 5 年水泥及熟料销量 (万吨)



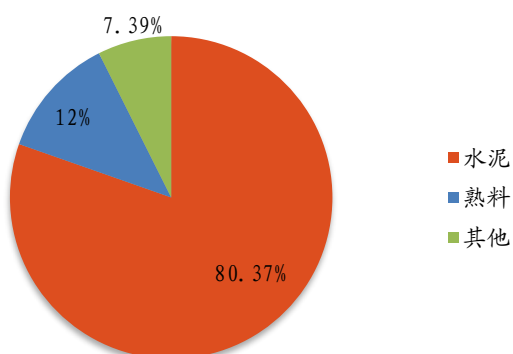
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 64: 冀东水泥 5 年营收及归属净利润 (亿元)



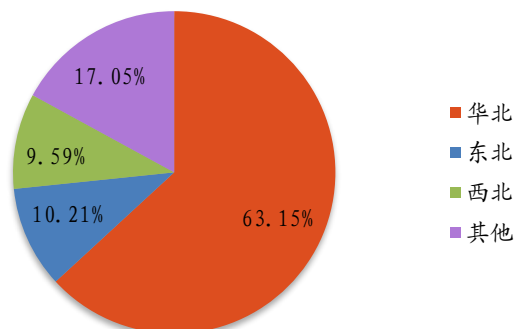
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 65: 冀东水泥 2017 年收入按产品划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 66: 冀东水泥 2017 年收入按地区划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

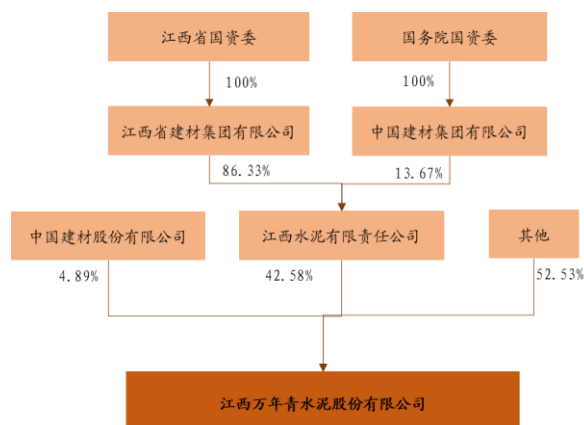
#### 5.2.4 建议关注: 万年青

万年青前身是始建于 1958 年的江西水泥厂, 1986 年投产国内第一条我国自行研发设计、主要采用国产设备 2000t/d 的熟料预分解窑新型干法生产线。于 1997 年登陆 A 股上市, 是江西省建材行业第一家上市公司。股权集中度较高, 控股股东为江西水泥有限责任公司, 实控人是江西省国资委。公司同时与南方水泥加强合作, 成立了江西南方万年青水泥有限公司, 由万年青控股。

截至 2017 年底, 拥有 13 条熟料生产线, 熟料设计产能近 1400 万吨/年, 水泥设计产能近 2500 万吨/年。熟料产能、销售市场主要集中在江西省, 据卓创资讯统计, 江西省内熟料产能占比排名第二。借助便利的公路和铁路运输, 销售向福建、浙江、广东等周边省份辐射。同时积极拓展下游产业链, 商用混

凝土和新型墙材业务发展较快。

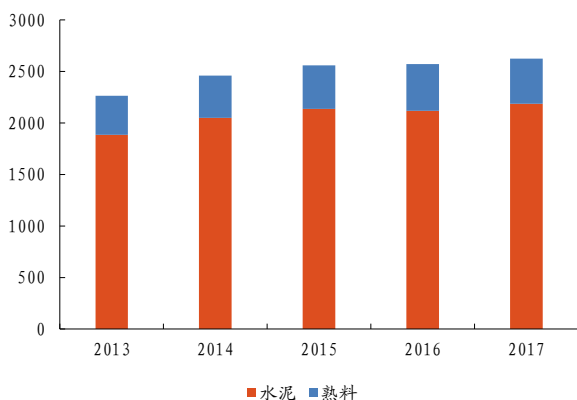
图表 67: 万年青实际控制人为江西省国资委



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

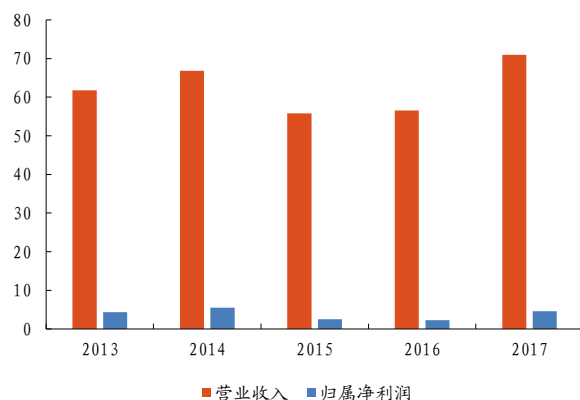
公司 2017 年度实现营业收入 70.94 亿元, 同比增长 25.38%; 归属净利润 4.63 亿元, 同比增长 102.18%。根据 18 年上半年业绩预告, 受益于水泥、商砼量价提升, 上半年预计实现 4.73-5.16 亿元, 同比增长 440%-490%。

图表 68: 万年青近 5 年水泥及熟料销量 (万吨)



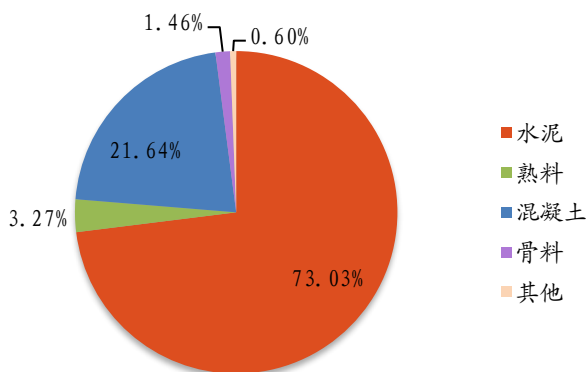
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 69: 万年青近 5 年营收及归属净利润 (亿元)



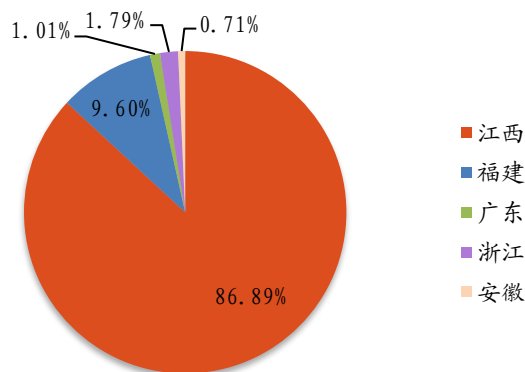
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 70: 万年青 2017 年收入按产品划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 71: 万年青 2017 年收入按地区划分

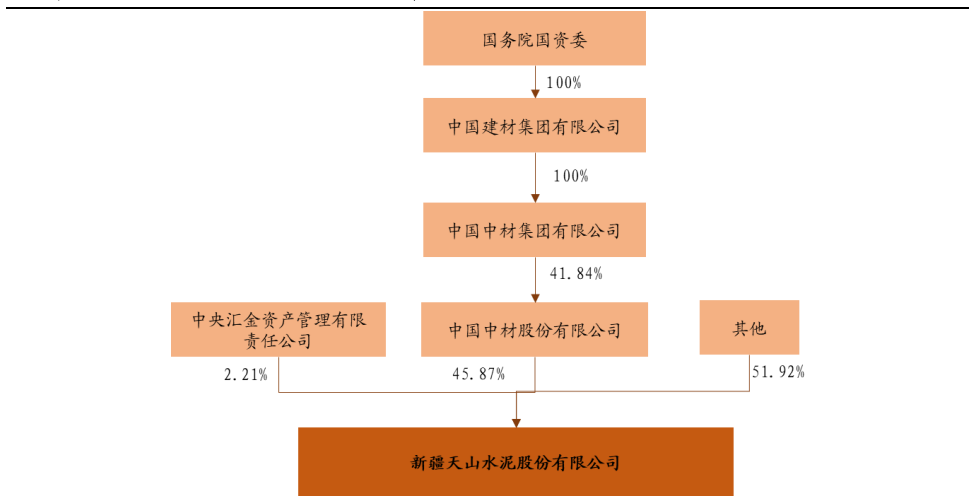


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

### 5.2.5 建议关注：天山股份

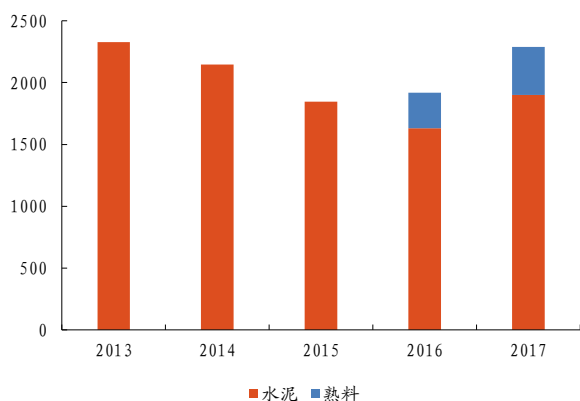
天山股份成立于1998年，于1999年深交所上市。控股股东为隶属于国务院国资委间接控股的中材股份，股权占比45.87%。截至2017年底，拥有熟料产能2994.6万吨，水泥产能3866万吨，余热发电能力153MW，商品混凝土产能1530万方，是西北地区最大的水泥生产企业。产能80%以上分布在新疆，部分布局在江苏省，在疆内12个地州分布有40余家水泥商混生产企业，基本对全疆市场形成“网络式”覆盖。

图表 72：天山股份控股股东为中材股份



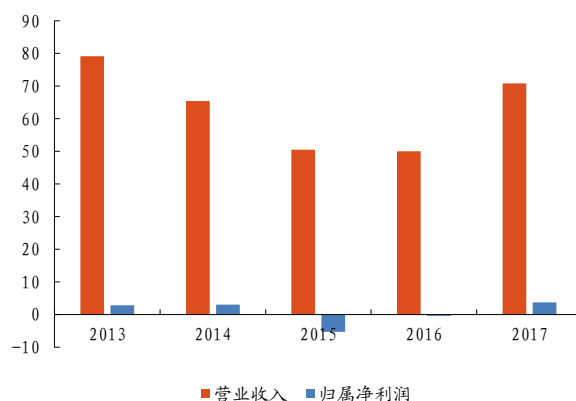
2017年实现营业收入79.11亿元，同比增长41.57%；归属净利润3.78亿元，同比扭亏为盈。近期公司发布中报业绩预告，受益于供需格局改善，水泥产品价格提升，预计上半年实现归属净利润3亿元，同比增长1076.13%。

图表 73：天山股份5年水泥及熟料销量（万吨）



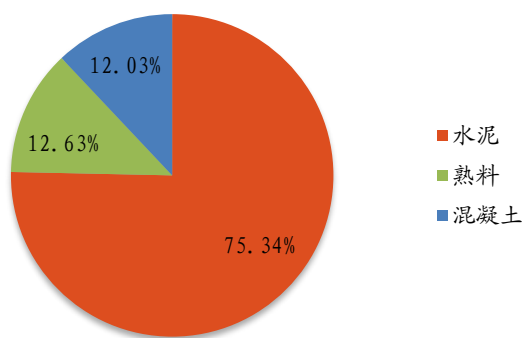
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 74：天山股份5年营收及归属净利润（亿元）



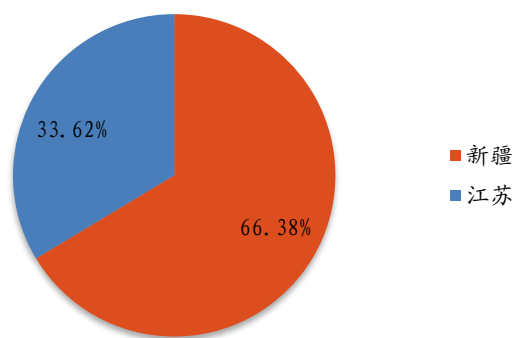
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 75: 天山股份 2017 年收入按产品划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 76: 天山股份 2017 年收入按地区划分

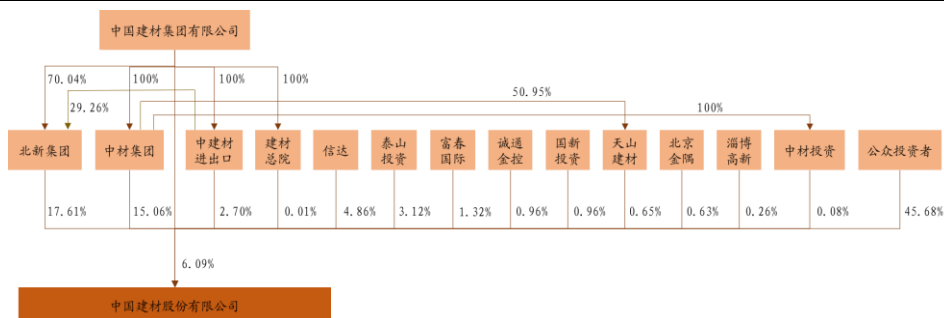


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

#### 5.2.6 建议关注: 中国建材 (03323.HK)

中国建材股份是大型建材央企中国建材集团有限公司最核心的产业平台和旗舰上市公司。公司主要经营水泥、轻质建材、玻璃纤维及复合材料以及工程服务业务。其水泥板块已经成为全球最大的水泥生产和商品混凝土生产商。2018 年 5 月 2 日, 中国建材与中材股份换股合并完成, 中材股份成为附属公司。

图表 77: 中国建材实际控制人是中国建材集团 (合并中材后)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

中国建材旗下拥有中联、南方、北方、西南等 8 家水泥企业, 截至 2017 年底水泥熟料产能达 5.25 亿吨, 商业混凝土产能达 4.6 亿方。

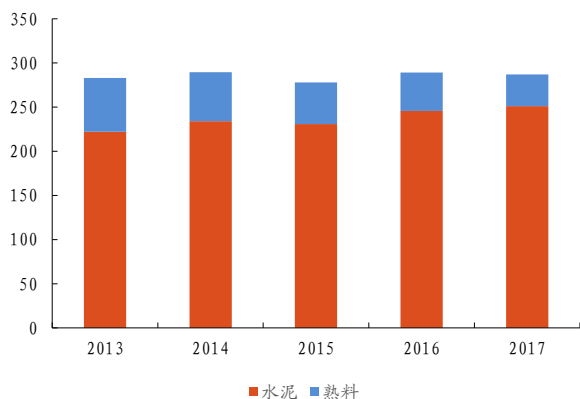
图表 78: 中国建材旗下 8 家水泥企业

水泥附属公司	持股比例	2017 年底水泥熟料产能
中联水泥	100%	1.06 亿吨
南方水泥	82.3%	1.48 亿吨
北方水泥	70%	3700 万吨
西南水泥	70%	1.20 亿吨
天山股份 (000877.SZ)	45.87%	3900 万吨
中材水泥	100%	2400 万吨
宁夏建材 (600449.SH)	47.56%	2100 万吨
祁连山 (600720.SH)	51%	2800 万吨

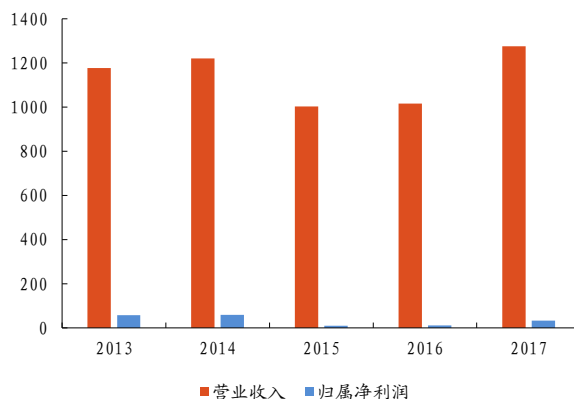
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

2017 年度，公司营业收入为人民币 1276.26 亿元，同比增加 25.7%；归属净利润为人民币 32.25 亿元，同比增加 207.7%。2018 年 7 月 16 日，公司发布正面盈利预告称，由于主要产品水泥的价格上涨，根据未经审计评估，公司预计 2018 上半年拥有人应占盈利将同期大幅增加。

图表 79：中国建材 5 年水泥及熟料销量（百万吨）

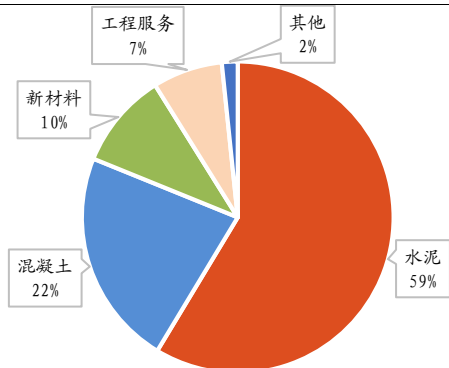


图表 80：中国建材 5 年营收及利润（亿元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

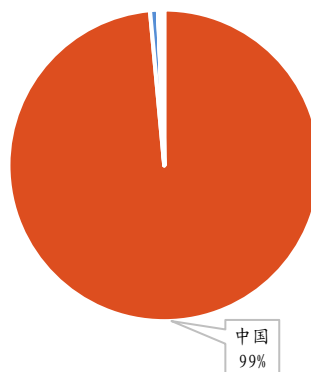
图表 81：中国建材 2017 年收入按产品划分



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 82：中国建材 2017 年收入按地区划分



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

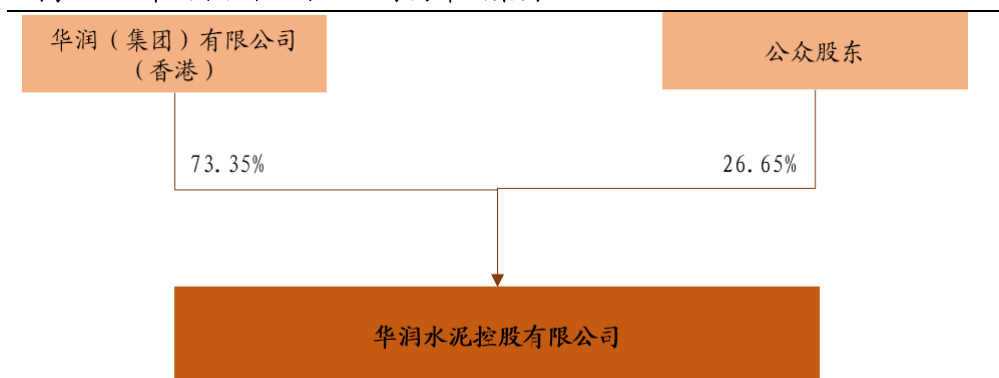
### 5.2.7 建议关注：华润水泥控股（01313.HK）

华润水泥是中国华南地区最大及最具竞争力的水泥、熟料及混凝土生产商。公司业务涵盖石灰石开采，以及水泥、熟料及混凝土的生产、销售及分销。主要销售地区为广东、广西、福建、海南、云南、贵州及山西。

截止 2017 年末，公司经营 95 条水泥粉磨线及 45 条熟料生产线，水泥及熟料的年产能分别为 8330 万吨及 6130 万吨。公司亦拥有 60 座混凝土搅拌站，混凝土年产能可为 3650 万立方米。此外，通过若干联营及合营公司，公司合共拥有 80 条水泥粉磨线、34 条熟料生产线及 21 座混凝土搅拌站，总年产能可为水泥 5810 万吨、熟料 3860 万吨及混凝土 950 万立方米。该等产能主要位于广东、福建、云南及内蒙古。根据于该等联营公司及合营公司的股权权益，公司应占的相关年产能分别为水泥 1940 万吨、熟料 1270 万吨及混凝土 440 万立方米。

华润水泥控股为华润集团所有水泥及混凝土业务的控股公司，成立于 2003 年。公司曾于 2003 年以介绍形式在香港联合交易所主板上市，2006 年被私有化撤销上市地位，2009 年以全球发售形式重新于联交所主板上市。截止 2017 年末，华润集团(水泥)有限公司为公司的控股股东，持股占 73.35%。

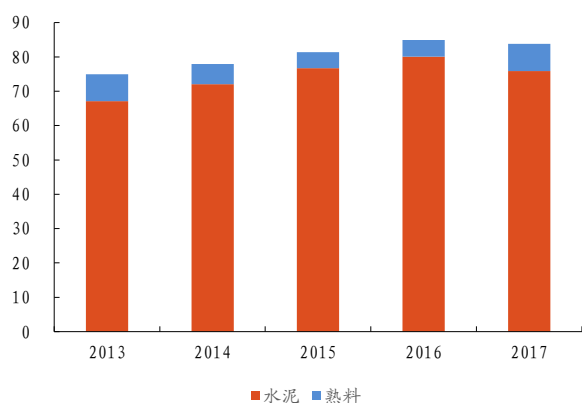
图表 83：华润水泥控股控股股东为华润集团



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

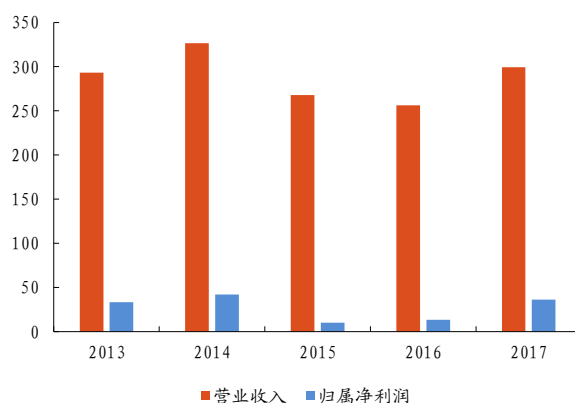
2017 年度，公司营业收入为 299.58 亿港元，同比增加 16.8%；归属净利润为 36.17 亿港元，同比增加 172.8%。2018 年 6 月 11 日，公司发布盈利预喜称，根据未经审计评估，预计 2018 上半年拥有人应占盈利同比将显著增加。主要原因为期间内水泥产品售价较高，公司水泥产品于 2018 年 1-5 月的平均售价为 387.4 港元，相对 2017 年同期的 290.5 港元上升了 33.4%。

图表 84：华润水泥 5 年水泥及熟料销量（百万吨）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

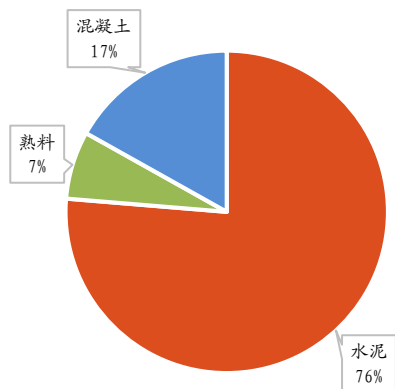
图表 85：华润水泥 5 年营收及归属利润（亿港元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

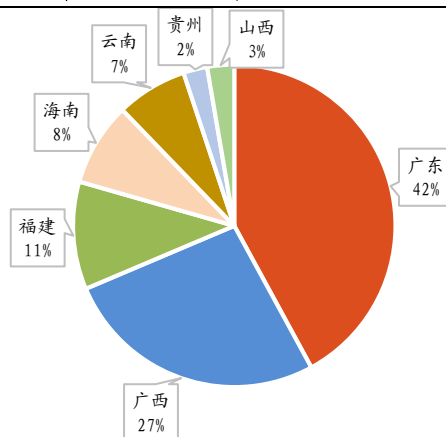


图表 86: 华润水泥2017年收入按产品划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 87: 华润水泥2017年收入按地区划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

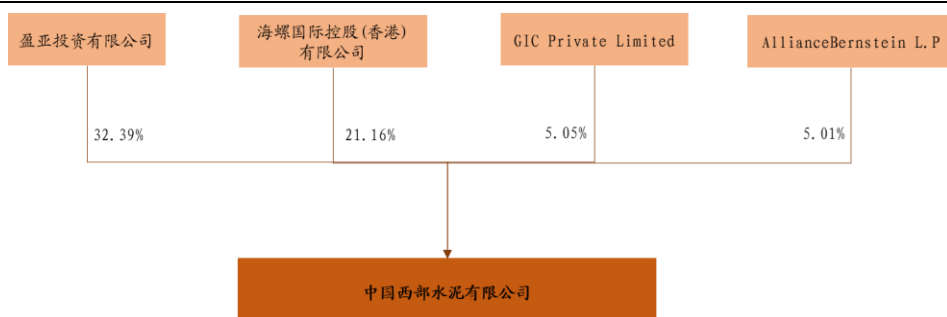
#### 5.2.8 建议关注: 西部水泥 (02233.HK)

西部水泥是陕西省最大的干法水泥生产商, 在陕西南部及关中东地区拥有领导地位, 公司在新疆和贵州拥有产线。公司水泥产品以"尧柏"及"尧柏水泥"商标销售, 主要用于建设高速公路、桥梁、铁路及道路等基建项目以及住宅楼宇。

截止 2017 年末, 公司水泥及熟料总产能达 2920 万吨, 包括 20 条新型干法水泥生产线, 在陕西省、新疆省及贵州省的产能分别达 2330 万吨、410 万吨及 180 万吨。

尧柏特种水泥集团为西部水泥的主要经营主体, 2010 年 8 月西部水泥于香港联交所主板上市。截止 2017 年末, 盈亚投资、海螺国际控股 (香港) 为公司的大股东, 分别持股 32.39% 和 21.16%。其中盈亚投资由董事长张继民全资拥有, 海螺国际由海螺水泥全资拥有。

图表 88: 西部水泥大股东为盈亚投资和海螺国际

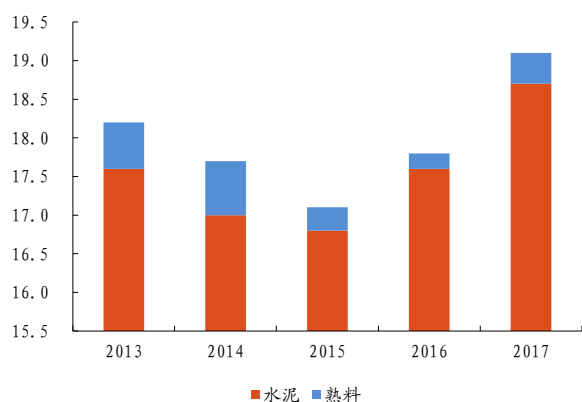


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2017 年度, 公司营业收入为人民币 47.60 亿元, 同比增加 28.0%; 归属净利润为人民币 7.11 亿元, 同期增加 7.01 亿元。2018 年 7 月 10 日, 公司发布盈利预喜称, 由于水泥平均售价同期适度上涨, 根据未经审计评估, 公司预计

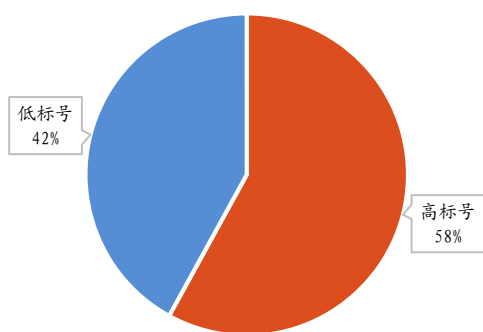
2018 上半年拥有人应占盈利同比将大幅增加，其中 2018 年前 5 个月，收益增加约 20%。

图表 89：西部水泥 5 年水泥及熟料销量（百万吨）



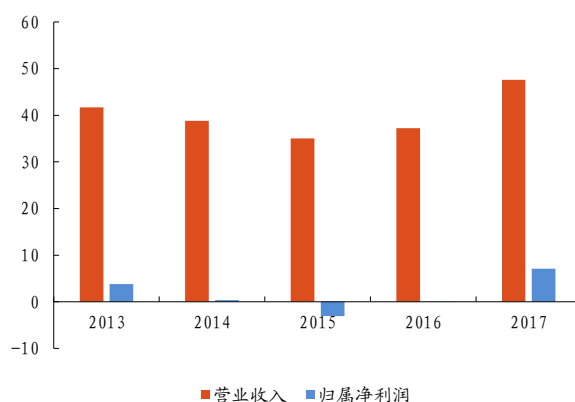
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 91：西部水泥 2017 年产品组合



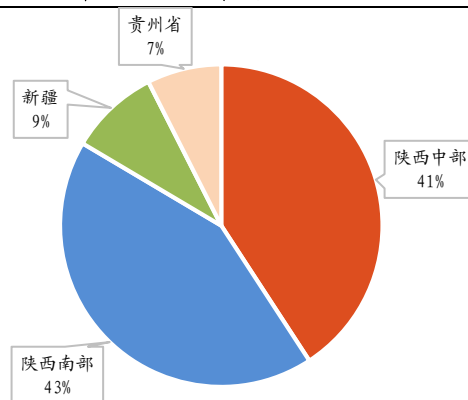
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 90：西部水泥 5 年营收及归属利润（亿元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 92：西部水泥 2017 年销量按地区划分



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

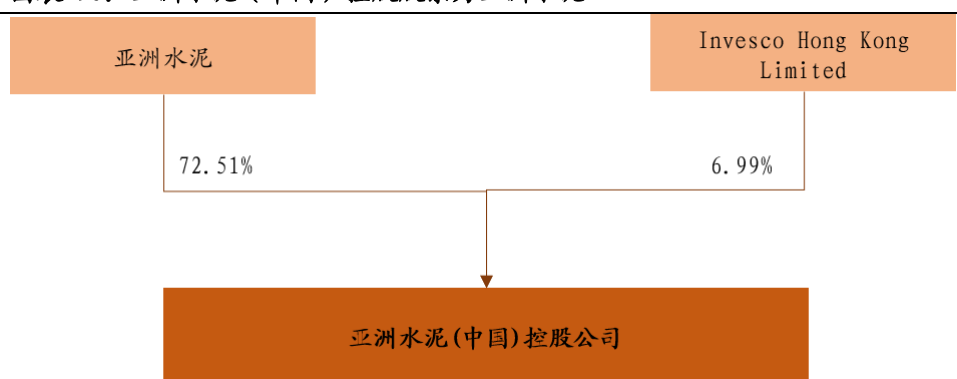
#### 5.2.9 建议关注：亚洲水泥（中国）（00743.HK）

亚洲水泥（中国）已成为长江中下游及西南（成都）地区主要的大型水泥企业集团。公司该等地拥有一贯化水泥制造厂、研磨厂、水泥制品厂、运输公司及投资公司 21 家和 3 家战略合作伙伴，公司水泥产品以“洋房牌”进行销售。

截止 2017 年末，公司在江西九江、四川成都、湖北武汉及黄冈等地拥有 15 条新型干法水泥生产线，规模从日产 3000 吨到 6000 吨不等，年水泥产能达 3500 万吨。

亚洲水泥（中国）控股公司于 2004 年 4 月在开曼群岛注册成立，2008 年 5 月 20 日于香港主板上市。截止 2017 年末，公司控股股东为亚洲水泥，持股 72.51%，另一大股东为 Invesco Hong Kong Limited，持股 6.99%。

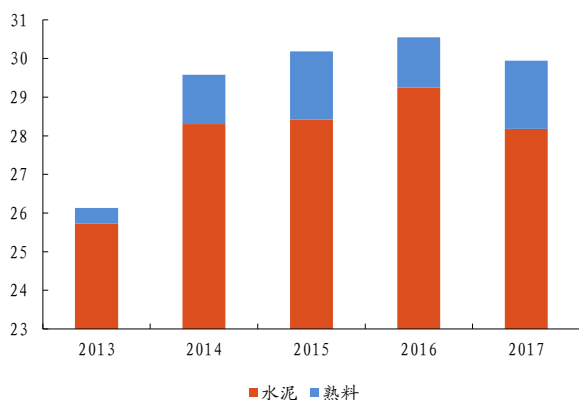
图表 93: 亚洲水泥(中国)控股股东为亚洲水泥



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

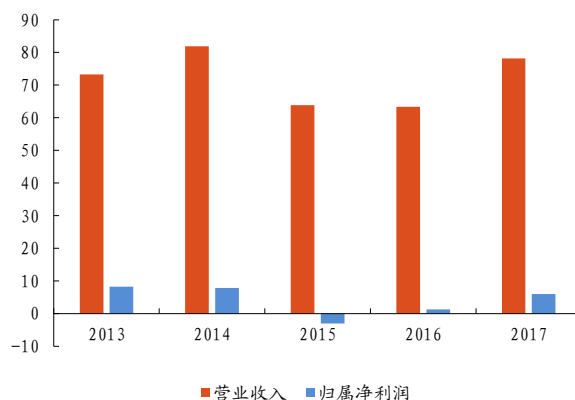
2017 年度, 公司营业收入为人民币 78.16 亿元, 同比增加 23.3%; 归属净利润为人民币 6.02 亿元, 同比增加 349.3%。2018 年 7 月 16 日, 公司发布盈利预喜称, 由于水泥平均售价上升, 根据未经审计评估, 公司预计 2018 上半年拥有人应占盈利将同期大幅增加。

图表 94: 亚洲水泥 5 年水泥及熟料销量 (百万吨)



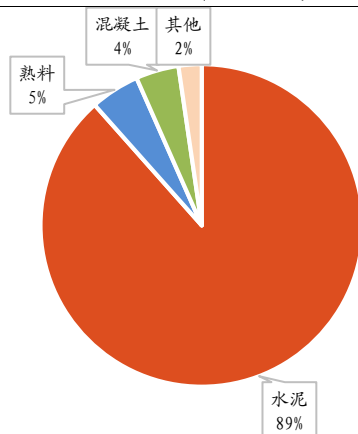
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 95: 亚洲水泥 5 年营收及归属利润 (亿元)



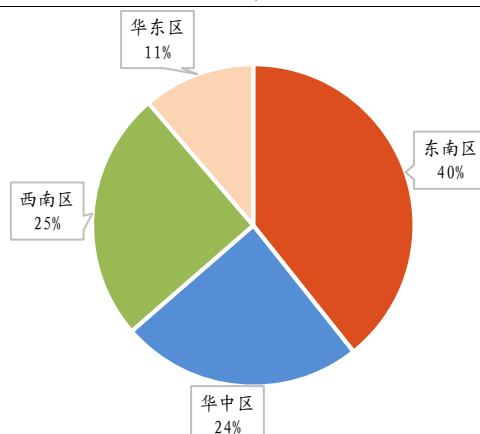
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 96: 亚洲水泥2017年收入按产品划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 97: 亚洲水泥2017年收入按地区划分



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

## 山水水泥 (00691. HK)

山水水泥主业板块覆盖山东、辽宁、山西、内蒙、新疆等十省份，水泥加熟料产能约 1.5 亿吨，是长江以北最大的水泥集团。公司水泥产品以“山水东岳”牌进行销售，广泛应用于京沪高铁等重点工程及城乡基建项目。由于陷入内部股权斗争、公众股东低于要求，公司在港交所停牌已长达三年。截至目前，天瑞集团持有山水水泥 28.16% 的股份；亚洲水泥持股 26.40%；以原职工股东组成的中国山水投资持股 25.09%；中国建材持股 16.67%。

截止 2017 年 6 月 30 日，公司水泥产能 10176 万吨，熟料产能 5101 万吨，商品混凝土产能 1930 万立方米。

根据 2017 年初步未经审计财务资料，2017 年度公司营业收入为人民币 149.16 亿元（未经审计），同比增加 32.2%；归属净利润为人民币 7.68 亿元（未经审计），同比扭亏为盈，2016 年度亏损人民币 7.38 亿元。

## 台泥水泥 (1101. TW)

台泥水泥为台湾第一大也是大陆华南地区第一大水泥公司。公司分别于广东、广西、江苏、辽宁、贵州、四川、重庆、云南、台湾和平、苏澳及花莲设有水泥厂；于安徽朱家桥、广西柳州及福建福州投资设立粉磨站，总共有 16 座水泥厂，3 座粉磨厂、22 座预拌厂及一座水泥专用港分别位于台湾及中国大陆两地。

截止 2017 年末，公司水泥及熟料产能 7470 万吨，商品混凝土产能 1200 万立方米。

2017 年度，公司营业收入为新台币 983.12 亿元，同比增加 9.8%；归属净利润为新台币 75.94 亿元，同比增加 19.4%。2018 年 7 月 16 日，公司发布盈利预喜称，由于水泥平均售价上升，根据未经审计评估，公司预计 2018 上半年拥有人应占盈利将同期大幅增加。

## 6. 结论

**供需紧平衡支撑较强，看好行业景气持续性。**供给方面：矿山整治、严格的环保督查以及行业自律推动的错峰限产是当前产量去化的核心动力。中长期来看，去产能又将是控供给的又一抓手。预计《产能置换实施细则》会加速制定，置换标准进一步提高，减量（等量）置换去产能有望落实。另外各地淘汰 32.5 水泥积极推进，通过提高熟料添加比，有望部分化解熟料过剩产能。相比供给锐减，需求相对弱势平稳，区域分化明显。我们认为当前华东、中南地区需求相对较好，产能过剩程度低，企业集中度高限产执行力强，供需面更好，价格弹性仍然较高。

**去产能、资源约束下，集中度预计进一步提升。**一、小企业多以小产线生产低标号水泥为主，将率先成为被淘汰或置换的对象。二、随着熟料生产受限，熟料资源属性凸显，大企业有节奏的控熟料或将加速粉磨站退出。三、矿山整

治严格，采矿许可、续延审批难度提高，石灰石资源储备不足的小企业新拿资源的难度和资金成本加大，外购石灰石的成本也将推高。

**拓展骨料混凝土、加速海外布局，冲破业绩天花板。**积极拓展骨料混凝土业务，技术创新利用余热发电、水泥窑协同处置技术“降本增效”，不断挖掘自身潜能；加速海外布局，争夺国际市场定价权，最终参与全球水泥产业链的利润再分配，助力冲破业绩天花板。

**估值或将迎来修复。**当前水泥行业 PE、PB 均处于低位，我们认为在良好的供需格局支撑下，行业盈利有望边际改善。成本优势突出的水泥企业业绩增长确定性较高，有望迎来估值部分修复。

我们判断华东、中南地区行业景气具有持续性，水泥企业马太效应日益显著，龙头企业王者归来。首次覆盖水泥行业，给予“强于大市”评级。A 股我们谨慎看好海螺水泥(600585)、华新水泥(600801)，建议关注万年青(000789)、冀东水泥(000401)。H 股我们建议关注中国建材(03323)、华润水泥控股(01313)、西部水泥(02233)。

**图表 98：重点水泥企业关键指标对比**

水泥企业	上市代码	水泥熟料销量 (百万吨)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	期间费用率 (%)	资产负债率 (%)	PE (ttm)	PB (mrq)
中国建材	03323.HK	287.09	27.62	4.97	6.27	20.43	75.41	15.34	1.27
海螺水泥	600585.SH	295.00	35.09	21.81	19.12	9.62	24.71	11.21	2.20
冀东水泥	000401.SZ	60.01	29.83	0.86	1.10	27.44	72.53	-2175.70	1.62
华润水泥控股	01313.HK	83.84	30.81	11.99	12.84	17.02	46.07	13.55	1.95
华新水泥	600801.SH	68.72	29.55	10.59	18.98	15.64	56.87	12.29	2.49
台泥水泥	1101.TW	57.47	19.24	7.72	6.88	6.99	43.99	17.77	1.15
西部水泥	02233.HK	19.10	24.91	15.26	11.43	11.16	43.21	8.82	0.95
天山股份	000877.SZ	22.88	29.00	3.98	4.33	17.49	55.23	23.33	1.22
万年青	000789.SZ	26.23	26.36	11.87	15.61	10.25	44.67	11.86	2.43
拉法基豪瑞	LHN	209.50	29.78			36.96	51.36		
海德堡水泥	HEIG	125.64	43.41	5.32	5.42	31.70	54.20		

资料来源：Choice，各公司公告，东方财富证券研究所

## 7. 风险提示

地产、基建增速大幅下行；  
 环保政策实施不及预期；  
 海外投资地缘政治风险。



西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。