

水泥制造

把握 Q4 的戴维斯双击行情

1. 11 月长三角水泥价格有望进击

四季度是长三角地区水泥的传统旺季，截止 10 月底，长三角地区水泥价格为 527 元/吨，虽然从底部已经历 5 轮涨价，涨价幅度为 106 元/吨，但因今年三季度淡季停产力度低于往年，目前价格仍低于去年同期，因此市场对于 11-12 月行情相对谨慎，但 11 月以来，长三角地区再次启动涨价，幅度为 20 元/吨。同时外围重庆、四川、山东、河南也陆续涨价，为长三角地区价格上行提供基础，此外，北方各省出台今年冬季错峰生产计划，停产天数较去年基本保持一致，部分地区有 10 天左右波动，且今年春节相对较晚，长三角有效需求时间较去年多 15 天，因此我们认为 11-12 月长三角地区价格上行条件具备，行情有望超出市场预期。

展望明年 1 季度，因今年疫情基数低，新增地方专项债发行约 55%都投向基建领域，有力地支撑未来基建投资，房地产投资目前处于高位，建安投资稳步增长，明年 1 季度预计行业利润大幅增长。

2. 板块估值居于低位，高景气有望带动估值回归

我们认为，海螺、万华、三一等は周期板块最硬的核心资产，长期竞争力得到市场认可，PE 估值的横向比较是具有意义的。行业重点公司海螺水泥、华新水泥、万年青与冀东水泥的 PE-TTM 分别为 8.30、9.35、8.03 和 9.09，而同为周期标的的三一重工 PE-TTM 为（15.97X）、万华化学 PE-TTM 为（37.38X），各龙头水泥公司估值水平在可比公司中明显居于低位。

从历史上看，当前水泥制造板块总体市盈率 PE 为 9.3，处于较低水平，为近五年的 35%分位数，市净率 PB 为 1.7，为近五年的 50%分位数。整体处于较低估值区间，安全边际较高。2020 年第四季度与 2021 年，随着市场悲观预期逐渐改善，板块公司估值或逐步修复，有望实现边际改善。

3. 投资建议

从美林时钟位置来看，明年经济逐步走向复苏概率大，水泥将继续处于盈利上升周期，目前估值显著低于其他周期类资产，存在修复空间，龙头可关注周期核心资产海螺水泥，区域上关注四季度价格弹性最好的华东华南地区龙头。组合推荐，**海螺水泥+祁连山**，关注**万年青**，华中水泥龙头**华新水泥**，以及中国建材（H 股）、天山股份、祁连山、宁夏建材等。

风险提示：经济基本面恶化、地产市场超预期下滑、行业协同破裂、疫情反复

证券研究报告
2020 年 11 月 14 日

投资评级

行业评级 强于大市(首次评级)

上次评级 强于大市

作者

李华丰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520060001
lihuafeng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

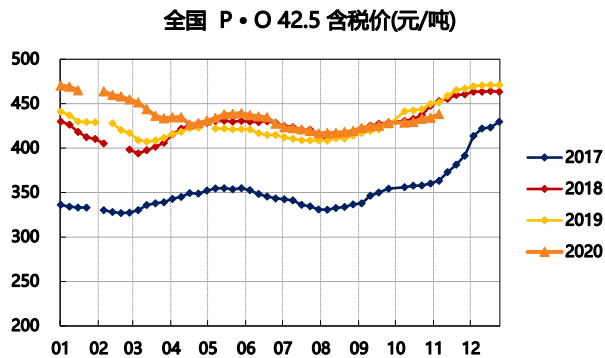
- 1 《水泥制造-行业点评:如何看待水泥行业利润创新高》 2019-01-18
- 2 《水泥制造-行业点评:曲径通幽，过剩行业缩减产能是必然趋势》 2018-11-20
- 3 《水泥制造-行业研究简报:论水泥 5 个跨年关注点》 2017-12-19

1. 11 月长三角水泥价格有望进击

全国水泥价格维持高位，四季度有望继续上探。从水泥价格方面看，全国水泥价格自 8 月 14 日开始上涨，截止上周五全国水泥价格为 438.3 元/吨，上涨幅度超 20 元/吨，水泥价格虽同比略有下降但依旧处于高位。

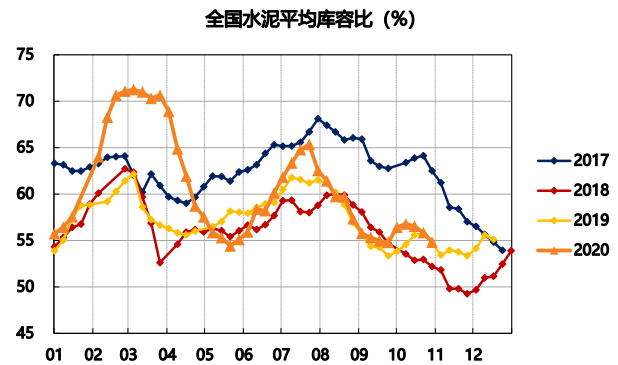
从上涨时间点和幅度看，去年水泥价格自 8 月 30 日开始上涨，至年末上涨幅度超 45 元/吨，而今年全国水泥价格提前上涨，至目前涨幅同比虽略有下降，但整体上涨趋势不变，我们认为水泥价格在 11-12 月份有望继续上探。

图 1：全国水泥价格



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 2：全国水泥库存

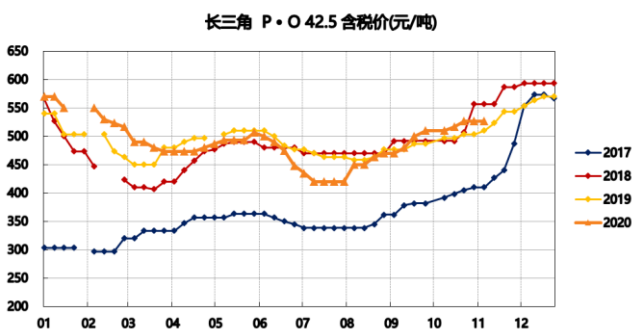


资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

细看长三角市场，11 月长三角水泥价格有望进击。四季度是长三角水泥的传统旺季，截止 10 月底，长三角地区水泥价格为 527 元/吨，虽然从底部已经经历 5 轮涨价，涨价幅度为 106 元/吨，但因今年三季度淡季停产力度低于往年，目前价格仍低于去年同期，因此市场对于 11-12 月行情相对谨慎，但 11 月以来，长三角再次启动涨价，幅度为 20 元/吨。

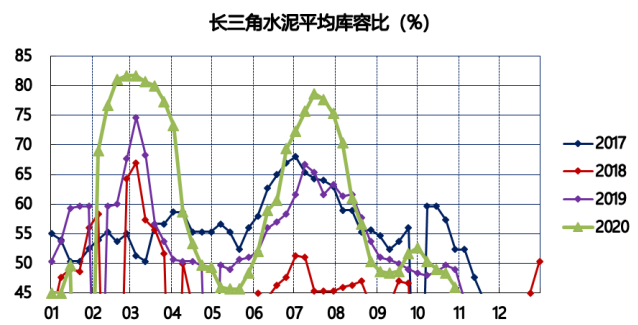
同时，外围重庆、四川、山东、河南也陆续涨价，其中重庆地区水泥价格上调约 30 元/吨，四川地区价格上调约 50 元/吨，山东地区价格上调约 20-30 元/吨，河南地区价格上调 15-30 元/吨。长三角周边地区水泥价格的上涨，减小了外来低价水泥的影响，为长三角地区价格上行提供基础。

图 3：长三角地区水泥价格



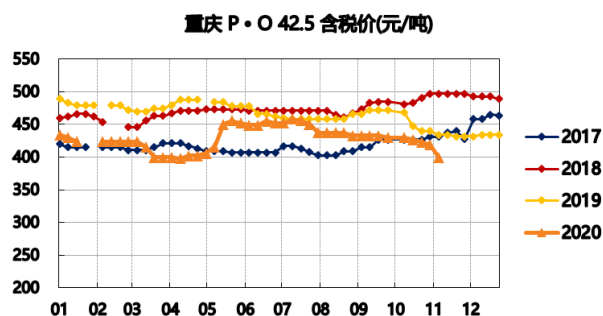
资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 4：长三角地区水泥库容比



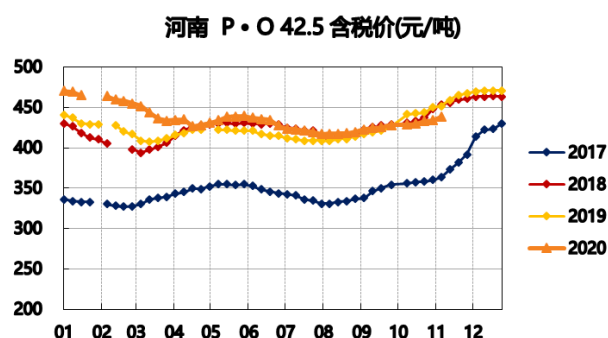
资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 5：重庆水泥价格



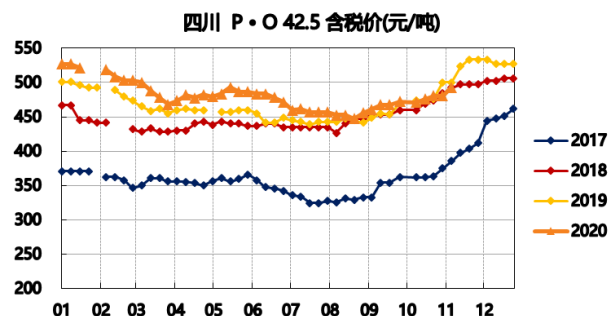
资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 7：河南水泥价格



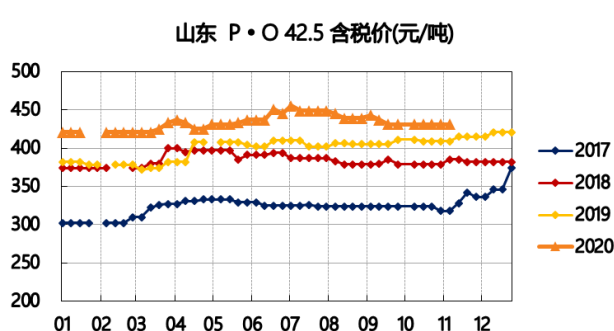
资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 6：四川水泥价格



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

图 8：山东水泥价格



资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

此外，北方各省出台今年冬季错峰生产计划，停产天数较去年基本保持一致，少部分地区有 10 天左右波动。从各地环保政策看，差异化错峰政策延续执行，实际环保监管趋势仍然趋严。2019-2020 的秋冬季污染防治措施基本延续了之前几年的整体要求，允许差别企业错峰生产，但是仍然要求满足最低排放标准。各省份的细化政策仍然趋严，尤其是在冬季雾霾等环境恶化情况严重的华北平原地区。

以河北省为例，对水泥工业企业或生产设施的大气污染物排放限值及控制要求、大气污染物监测、达标判定要求以及实施与监督等均进行了新规定；水泥窑及窑尾余热利用系统颗粒物、二氧化硫、氮氧化物的排放限值是 10、30、50mg/m³。同时，增加了对原料破碎、筛分、成型等工序的颗粒物排放限值要求，颗粒物排放限值为 10mg/m³；加强了对大气污染物无组织排放管控，厂界颗粒物由现行国家标准的 1.0mg/m³ 提升为 0.5mg/m³。均严于国家标准的情况下，中小企业满足排放标准的阻力仍然存在。

再者考虑到今年春节相对较晚，长三角有效需求时间较去年多 15 天，因此我们认为 11-12 月长三角地区价格上行条件具备，行情有望超出市场预期。

图 9：北方 15 省市冬季错峰时间对比

省份	2019年	2020年
北京市	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日
天津市	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日
河北省	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日
山西省	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日
内蒙古	1月1日-3月15日、11月1日-12月31日	1月1日-4月30日、11月1日-12月31日
辽宁省	1月1日-3月31日、11月1日-12月31日	1月1日-3月31日、11月1日-12月31日
吉林省	1月1日-3月31日、11月1日-12月31日	1月1日-3月31日、11月1日-12月31日
黑龙江	1月1日-3月31日、11月1日-12月31日	1月1日-3月31日、10月20日-12月31日
山东省	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日
河南省	1月1日-3月15日、11月15日-12月31日	1月1日-3月31日、12月1日-次年1月31日
陕西省	1月1日-3月10日、关中地区11月15日-18年3月15日停产，12月1日-12月31日	2018年11月15日-次年3月15日。
甘肃省	1月1日-3月10日、11月1日-12月31日	1月1日-3月15日、11月1日-12月31日
青海省	1月1日-3月10日、12月1日-31日	1月1日-4月30日、11月1日-12月31日
宁夏区	1月1日-3月10日、12月10日-31日	1月1日-3月20日、12月10日-31日
新疆区	1月1日-3月31日、12月1日-31日（和田）、11月16日-12月31日（喀什、克州）、11月1日-12月31日（其他地区）	1月1日-3月1日（和田）、1月1日-3月16日（喀什、克州）、1月1日-4月1日（阿克苏、巴州）、1月1日-5月16日（乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业）、1月1日-4月16日（其它地州市）、11月1日-12月31日（其他地区）

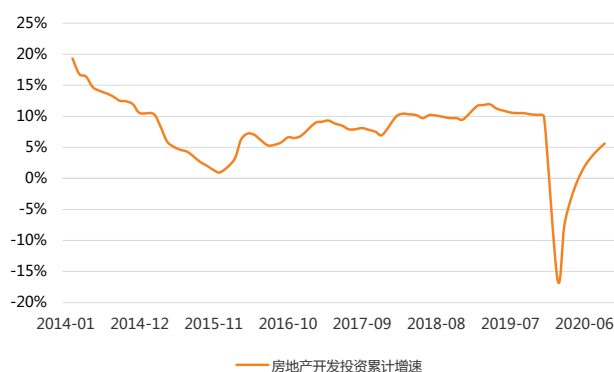
资料来源：各省环保部门官网，天风证券研究所

下游投资复苏超预期，全国水泥需求韧性十足。截止 2020 年 9 月，我国水泥产量达到 16.8 亿吨，累计同比增速为-1.1%，增速已由年初疫情的-29.5%大幅回升。水泥需求的稳定离不开下游投资端的复苏，其中全国房地产开发投资 2020 年 1-9 月同比增长 5.6%，增速环比 1-8 月份提升 1.0pct，较上年同期下降 4.9pct，而建安投资累计增速已成功转正，同比增长 0.9%，增速环比 1-8 月份提升 1.3pct，较上年同期下降 4.2pct，地产投资韧性依然存在，且施工情况良好。

而 1-9 月基础设施投资（不含电力）累计同比增速已实现小幅转正，同比增长 0.2%，增速环比 2020 年 1-8 月提升 0.5pct，较上年同期下降 4.3pct，可以看出自疫情后基础设施建设增速加速回正，回升趋势显著。

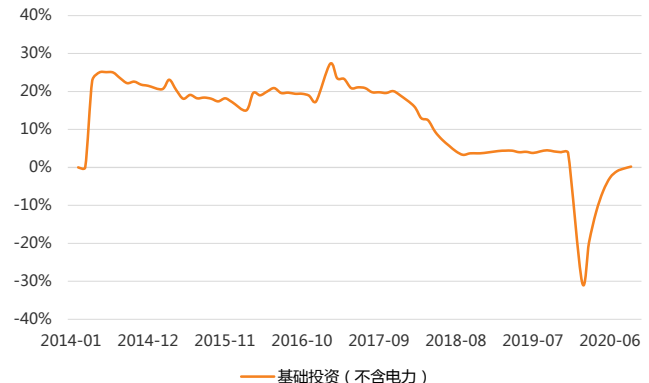
展望明年 1 季度，因今年疫情基数低，新增地方专项债发行约 55%都投向基建领域。有力地支撑未来基建投资，房地产投资目前处于高位，建安投资稳步增长，明年 1 季度预计行业利润大幅增长。

图 10：全国房地产开发投资累计增速



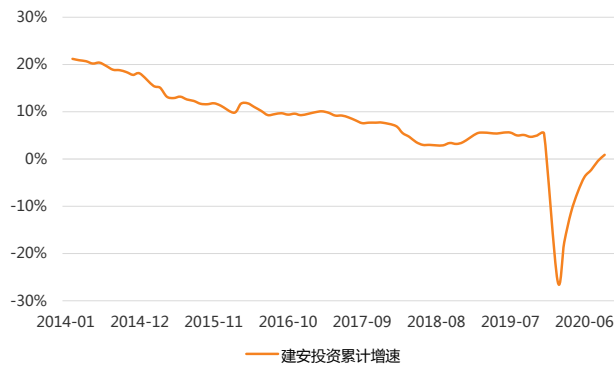
资料来源：wind、天风证券研究所

图 11：基础设施投资完成额累计同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 12：全国房地产建安投资累计增速



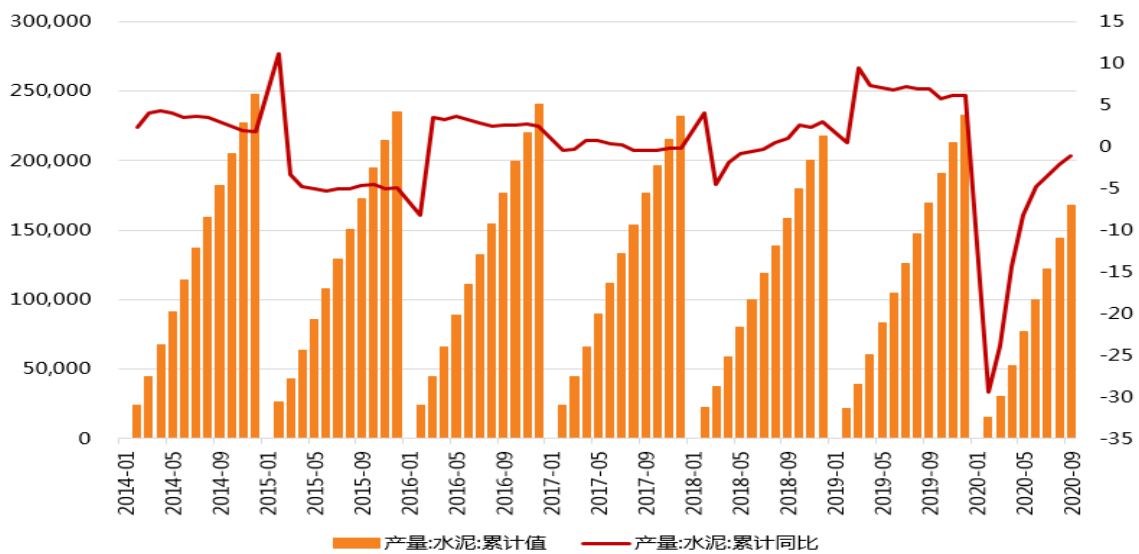
资料来源：wind、天风证券研究所

图 13：地产施工面积累计同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 14：全国水泥产量及累计同比（万吨）



资料来源：wind、天风证券研究所

2. 板块估值居于低位，高景气有望带动估值回归

我们认为，海螺、万华、三一等は周期板块最硬的核心资产，长期竞争力得到市场认可，PE 估值的横向比较是具有意义的。当前时点，水泥板块重点公司市盈率和市净率在可比公司中居于相对低位。在市值相仿下，行业龙头海螺水泥 PE-TTM 为 8.30 倍，可比公司三一重工为 (15.97X)、万华化学为 (37.38X)，前者 PB-MRQ 为 1.89 倍，后者分别为 4.34X、6.45X，处于较低水平。

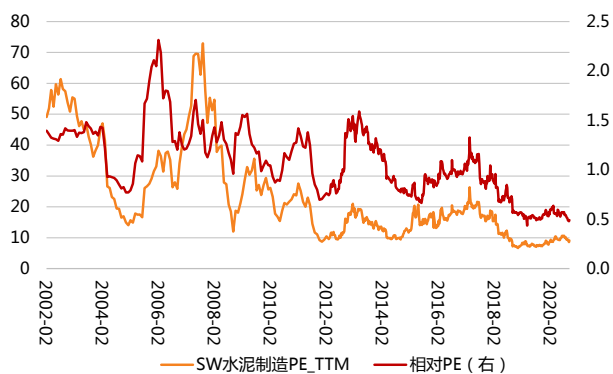
图 15：水泥板块重点公司与可比公司对比

代码	证券名称	市值 (亿元)	市盈率 (PE-TTM)	市净率 (PB-MRQ)
600585.SH	海螺水泥	2861.0	8.30	1.89
600801.SH	华新水泥	516.4	9.35	2.34
000401.SZ	冀东水泥	211.4	9.09	1.55
000789.SZ	万年青	119.1	8.03	2.15
600309.SH	万华化学	2833.3	37.38	6.45
600031.SH	三一重工	2315.6	15.97	4.34
002271.SZ	东方雨虹	919.5	34.96	6.97
000786.SZ	北新建材	658.6	26.80	4.16
600176.SH	中国巨石	575.1	30.92	3.50
601636.SH	旗滨集团	307.8	18.83	3.52
	SW水泥制造		9.02	1.64
	SW建筑材料		14.17	2.44

资料来源：wind，天风证券研究所

从历史看，当前水泥制造板块总体市盈率 PE 为 9.3，处于较低水平，为近五年的 35%分位数，市净率 PB 为 1.7，为近五年的 50%分位数。目前，该板块部分重点公司居于历史市盈率估值中枢以下位置，整体处于较低估值区间，安全边际较高。2020 年第四季度与 2021 年，随着市场悲观预期逐渐改善，水泥需求受益于顺周期板块上行而有望稳中有升，板块公司估值有望逐步修复，有望实现边际改善。

图 16：水泥制造板块历史 PE 变动



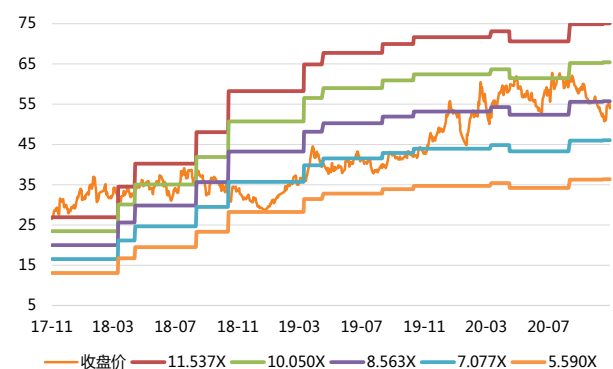
资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：水泥制造板块历史 PB 变动



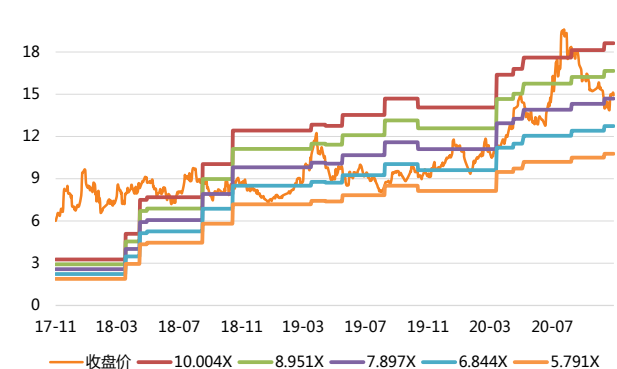
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：海螺水泥 2018 年以来 PE Band



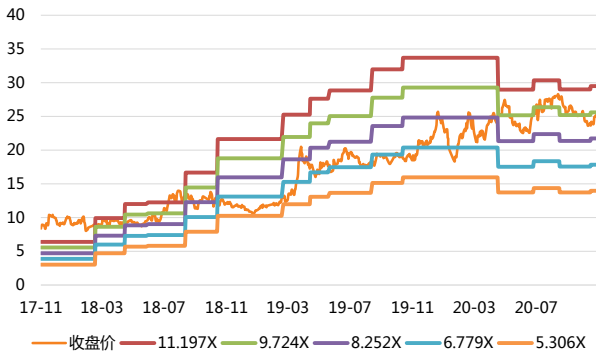
资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：万年青 2018 年以来 PE Band



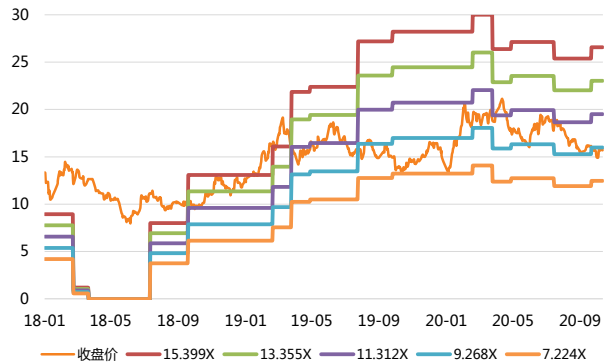
资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：华新水泥 2018 年以来 PE Band



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：冀东水泥 2018 年以来 PE Band



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 投资建议

2020 年在开局受到疫情的冲击，接着又经历超长雨季的情况下，水泥行业各项数据依旧乐观，全国水泥产量自疫情后加速回正，1-9 月累计同比增速为-1.1%。宏观层面来看，目前地产投资完成额、房地产开发企业房屋施工面积累计增速已回正，而新开工面积增速显现加速回升态势。10 月份以来，随着天气情况好转工程逐渐恢复，水泥需求不断提升，价格也随之不断走高，旺季序幕将会逐渐拉开。

2020 年为积极应对疫情及全球经济下行影响，国家在“六稳”“六保”和扩大内需政策的基础上，加快投资审批和专项债的发行速度，并推出了《全面推进城镇老旧小区改造》、《支持民企参与交通基建发展》等政策措施。国家多种举措的联合实施有望促进基建投资持续走强，对水泥的刚性需求带来较强的支撑。

从价格和效益来看，20 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，在环保治理的重压之下，供给端收缩的影响将会继续持续，供给与需求的逐步匹配是水泥保持较高价位和盈利水平的有力支撑。而目前水泥价格已处于历史较高水平，加之国外熟料进口的冲击，短期内水泥价格向上压力较大，但有望呈现高位平稳波动。

从美林时钟位置来看，明年经济逐步走向复苏概率大，水泥将继续处于盈利上升周期，目前估值显著低于其他周期类资产，存在修复空间，龙头可关注周期核心资产海螺水泥，区域上关注四季度价格弹性较为灵活的华东华南地区龙头。组合推荐，**海螺水泥+祁连山**，关注**万年青**，华中水泥龙头**华新水泥**，以及中国建材（H 股）、天山股份、祁连山、宁夏建材等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com