

# 复盘：逆周期加码+行业高景气，超额收益或再现

## 水泥行业投资策略

► **历史复盘：基建周期叠加行业高景气度往往带来水泥板块超额收益。**我们对 2008-2009、2014-2015 以及 2018-2019 三轮基建周期进行复盘，发现在行业高景气度时水泥板块往往能够取得超额收益。我们以当年第一次宣布降息/降准日为起始，最后一次宣布降准/降息日后一个季度为止作为区间，则三轮周期中，2008-2009 及 2018-2019 两个周期中板块相对沪深 300 指数取得 55.8%/ 30.6% 的超额收益，而在 2014-2015 周期中跑输沪深 300 指数 29.4%。我们认为行业景气度是决定超额收益的关键，2009/ 2018 年行业平均吨利润相较于前一年提升 3 元/吨及 32 元/吨，需求同比上年增速为 17.3%/6.0%，重点公司业绩均同比大增，而 2015 年行业景气度降低，企业利润大幅下滑，导致板块跑输沪深 300 指数。

► **规划目标强劲，到位资金充足，赶工只欠东风。**随着疫情全球扩散风险提升，各行业下行压力加大，我们认为基建将成为逆周期调节重要抓手，水泥需求增速市场预期有望上修至 2-5%（此前是 0-2%）。根据统计，已公布 2020 年交通投资计划的 18 个省份合计计划投资额 17575 亿元，同比增长 11.6%，项目储备充足，同时截止到 2 月 26 日，全国累计新增地方政府债券 10419.85 亿元，同比增长 64.7%，此外新增专项债券中，投资于铁路、公路、轨交的比例约 23.3%，相较于 2019 年全年的 19% 有所提升。判断政府基建到位资金充足，赶工只欠东风。

► **更好的供给侧，更好的格局，超额收益或再现。**我们认为相比于前三轮基建周期，2020 年水泥行业供给侧更加良好。首先，2020 年预计净新增熟料产能 2045 万吨，同比 2019 年底增长 1.1%，好于 2009 年的 20% 左右以及 2015 年的 2.6%。其次，目前水泥行业 CR10 达 56%，好于 2008 年的 44.3% 及 2014 年的 52.8%，且企业间战略合作更加良好。当前全国高标水泥均价 454.83 元/吨，同比高出 25.8 元/吨，起点更高。判断 2020 年有效新增供给有限，将被需求增量较好消化，行业高景气有望延续，板块超额收益或再现。

► **投资建议。**我们认为早周期建材将是基建发力的最大受益者，同时全年开工确定性大于竣工。目前水泥企业估值仅 6-9 倍，在全年高景气度确定性强，需求预期有望上修背景下，安全边际较高。推荐水泥板块，海螺水泥，华新水泥，上峰水泥，北方受疫情影响较小的冀东水泥、祁连山，2020H1 弹性标的塔牌集团、万年青。同时推荐防水行业龙头企业东方雨虹、科顺股份、凯伦股份，减水剂龙头苏博特（建材、化工联合覆盖），垒知集团、红墙股份受益。

► **风险提示。**疫情持续时间超预期，环保限产弱于预期，其他系统性风险。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

研究助理：郁晾

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 历史复盘：基建周期叠加行业高景气往往带来超额收益.....	3
1.1. 2008-2009：四万亿带来行业繁荣，北方水泥表现更强.....	3
1.2. 2014-2015：行业下行，未能获得超额收益.....	5
1.3. 2018-2019：高景气度下再次跑赢板块.....	9
2. 逆周期调控升级可期，板块或再赢超额收益.....	11
2.1. 各省 2020 基建投资目标总体保持强劲.....	11
2.2. 专项债发行同比大增，用于基建比例提升.....	12
2.3. 2020 VS 2008&2015：更高的集中度，更好的供给侧.....	13
3. 重点公司盈利预测及投资建议.....	14
4. 风险提示.....	15

## 图表目录

图 1 第一轮基建周期水泥板块相较沪深 300 取得超额收益.....	4
图 2 2009 年北方水泥需求增速更高.....	5
图 3 2009 年北方水泥扣非归母净利润增速更快.....	5
图 4 2014-2015 年地产库存位于高位.....	6
图 5 2015 年房地产新开工疲软.....	6
图 6 2015 年基建投资增速有所放缓.....	7
图 7 2015 年水泥产量同比下滑.....	7
图 8 2015 年新增产能相比高峰有所减少.....	7
图 9 但小企业是新增产能的主要投放者.....	7
图 10 2015 年水泥价格一路下挫，旺季不旺.....	8
图 11 2015 年行业整体盈利大幅下滑.....	8
图 12 2014-2015 年基建周期内水泥板块跑输沪深 300 指数.....	8
图 13 2018-2019 年水泥行业景气度高位，行业跑赢沪深 300 指数.....	10
图 14 2020 年部分省份交通投资规划总结.....	12
图 15 新增专项债中用于铁路、公路及轨交的比例有提升.....	13
图 16 目前行业集中度相较于前两轮基建周期更高.....	14
表 1 2008-2009 年国家主要经济刺激措施.....	3
表 2 2009 年水泥行业景气度相较于 2008 年改善.....	4
表 3 2008-2009 基建周期板块及个股涨幅（单位：%），北方企业表现更好.....	5
表 4 2014-2015 年国家主要经济、基建刺激政策措施.....	6
表 5 2014-2015 年行业景气度降低，板块及大多数个股跑输沪深 300 指数（单位：%）.....	9
表 6 2018-2019 年国家主要经济刺激政策.....	9
表 7 2018-2019 年水泥行业景气度提升明显.....	10
表 8 2018-2019 年南方水泥企业相对于沪深 300 指数的超额收益更高.....	11
表 9 2018-2019 年南方地区水泥价格改善幅度更大（单位：元/吨）.....	11
表 10 2020 年新增产能绝对量及冲击率相较以往更低（单位：万吨）.....	13
表 11 重点水泥企业盈利预测及估值（单位：百万元）.....	14

## 1. 历史复盘：基建周期叠加行业高景气往往带来超额收益

我们对近 15 年来三轮基建周期期间 A 股市场及水泥板块、个股的表现做了复盘（每个周期以当年第一次宣布降息/降准日为起始，每个周期最后一次宣布降息/降准日后一个季度为止），并发现基建周期叠加水泥行业高景气度时，水泥板块往往相对于沪深 300 指数有着较高的超额收益，而有超额收益时个股的表现总体也与地域景气度正相关。

### 1.1. 2008-2009：四万亿带来行业繁荣，北方水泥表现更强

2008-2009 年受国际金融危机影响，我国经济下行压力增大，为保证经济增速，2008 年 9 月-12 月，国家五次降息，四次降准，并在 11 月推出四万亿刺激计划。

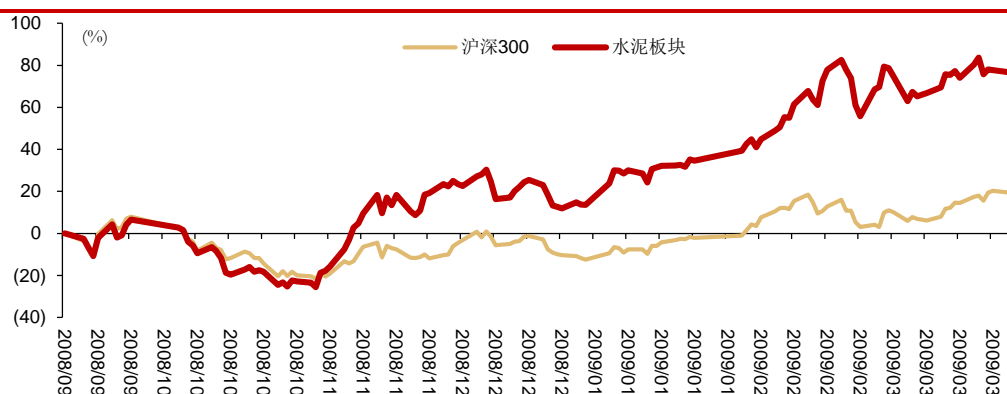
表 1 2008-2009 年国家主要经济刺激措施

宣布时间	内容
2008/9/15	下调利率 27 个基点，下调中小金融机构存款准备金率 1 个百分点
2008/10/8	下调利率 27 个基点，下调存款类金融机构存款准备金率 0.5 个百分点
2008/10/30	下调利率 27 个基点
2008/11/5	国务院推出四万亿刺激计划
2008/11/27	下调利率 108 个基点，下调大型/中小型金融机构存款准备金率 1/2 个百分点
2008/12/23	下调利率 27 个基点，下调存款类金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：人民银行网站，政府网站，华西证券研究所

此轮基建刺激计划对于水泥需求而言效果显著。2009 年，全国水泥产量 16.29 亿吨，同比增速由 2008 年的 2.5% 上升至 17.3%，全国高标水泥全年均价 360 元/吨，同比提升 7 元/吨，全年行业实现利润总额 366.14 亿元，同比增长 35.6%，行业平均吨利润 22.5 元/吨，同比提升 3 元/吨，重点水泥企业扣非归母净利润 2009 年均实现同比增长。受益于市场情绪及行业基本面好转，以 2008 年 9 月 15 日为基准，至 2009 年 3 月 31 日，水泥板块指数累计涨幅 76.5%，跑赢沪深 300 指数 55.8 个百分点。

图 1 第一轮基建周期水泥板块相较沪深 300 取得超额收益



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 2009 年水泥行业景气度相较于 2008 年改善

	2008	2009	同比
高标水泥均价 (元/吨)	353	360	+7
水泥产量 (百万吨)	1,388	1,629	+241
水泥产量增速	2.5%	17.3%	上升 14.8 个百分点
行业利润总额 (亿元)	27,006	36,614	35.6%
行业平均吨利润 (元/吨)	19	22	+3

资料来源：数字水泥，统计局，Wind，华西证券研究所

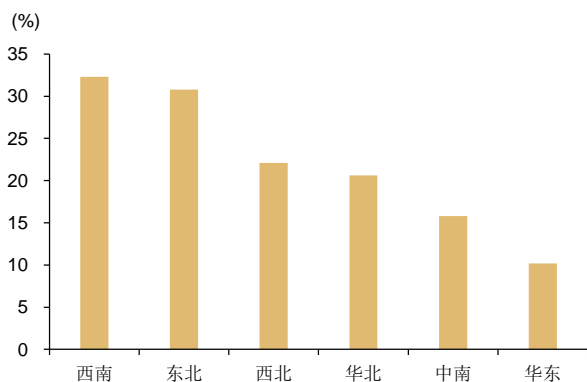
在 2008 年 9 月至 2009 年 3 月的 A 股及水泥板块上行走势中，所有重点水泥企业均实现超额收益，其中北方四家水泥企业宁夏建材、祁连山、天山股份、冀东水泥分别取得 153.0%/110.8%/93.5%/92.4% 的超额收益，在重点水泥企业中排名前四，主要原因是由于北方水泥需求更加依赖重点工程，2009 年北方地区水泥需求边际改善幅度更大，华北、西北 2009 年产量增速达 20.6%/22.1%，超过全国平均及南部地区，从而使得北方水泥企业 2009 年利润增速大于南方水泥企业。

表 3 2008-2009 基建周期板块及个股涨幅（单位：%），北方企业表现更好

	累计涨幅	期间最大涨幅	超额收益
沪深 300	20.7	20.7	
水泥指数	<b>76.5</b>	<b>83.6</b>	<b>55.8</b>
<b>个股表现</b>			
海螺水泥	55.6	65.1	34.9
塔牌集团	101.1	121.7	80.4
冀东水泥	<b>113.1</b>	<b>138.5</b>	<b>92.4</b>
万年青	59.2	66.4	38.5
祁连山	<b>131.5</b>	<b>155.3</b>	<b>110.8</b>
天山股份	<b>114.2</b>	<b>140.1</b>	<b>93.5</b>
宁夏建材	<b>173.7</b>	<b>205.5</b>	<b>153.0</b>

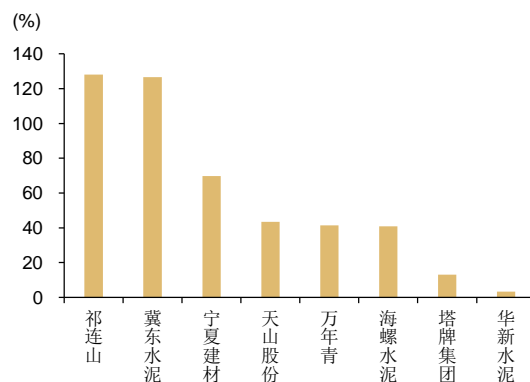
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 2009 年北方水泥需求增速更高



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

图 3 2009 年北方水泥扣非归母净利润增速更快



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 1.2. 2014-2015：行业下行，未能获得超额收益

2014 年起 GDP 增速破 7 压力增大，2014 年 4 月 25 日起至 2015 年 8 月 25 日，国家累计降准 6 次，降息 6 次，并强调基建托底经济。

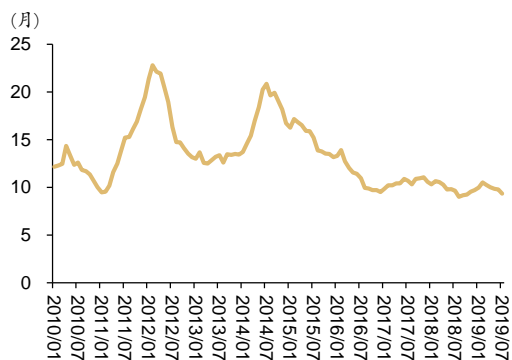
表 4 2014-2015 年国家主要经济、基建刺激政策措施

宣布时间	内容
2014.4.25	下调县域农商行/农信社存款准备金率 2/0.5 个百分点
2014.6.16	对三农及小微企业贷款达一定比例的商业银行（不包括前次降准银行）下调 0.5 个百分点
2014.11.21	贷款基准利率下调 0.4 个百分点
2015.2.4	下调存款准备金率 0.5 个百分点，同时三农及小微企业贷款达一定比例的商业银行额外再降 0.5 个百分点
2015.3.1	下调基准贷款利率 0.25 个百分点
2015.4.20	下调存款准备金率 1 个百分点，同时注资国开行
2015.5.10	下调基准贷款利率 0.25 个百分点
2015.6.27	下调存款准备金率 0.5 个百分点，下调基准贷款利率 0.25 个百分点
2015.8.25	下调基准贷款利率 0.25 个百分点，下调存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：人民银行网站，政府网站，华西证券研究所

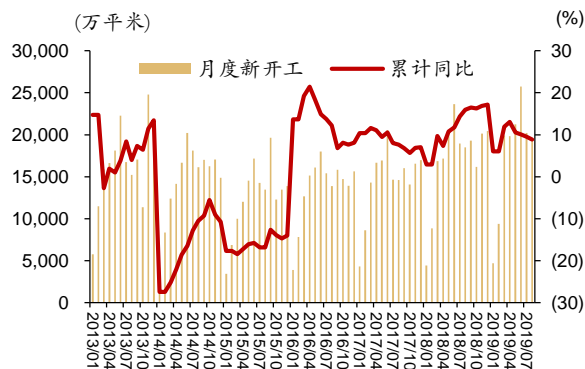
尽管国家进行了流动性宽松，但两个因素使得 2015 年水泥行业表现低迷。首先，直到 2015H2 国家确定去库存基调前，国家对于房地产调控政策总体较为严格，库存位于 15 个月以上的高位，房地产新开工面积同比下滑 14.0%，导致水泥需求同比下滑 5.2%至 23.5 亿吨，是有统计以来的第一次全年同比下降。

图 4 2014-2015 年地产库存位于高位



资料来源：易居，华西证券研究所

图 5 2015 年房地产新开工疲软



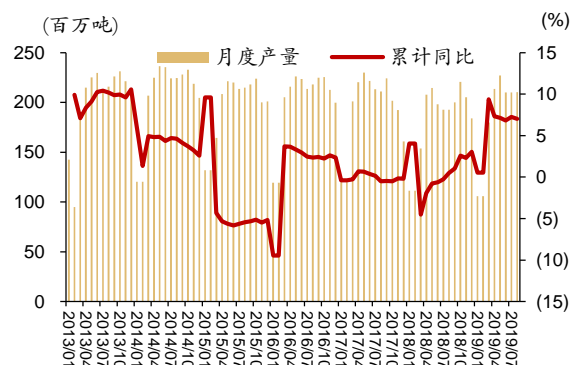
资料来源：Wind，统计局

图 6 2015 年基建投资增速有所放缓



资料来源: Wind, 华西证券研究所

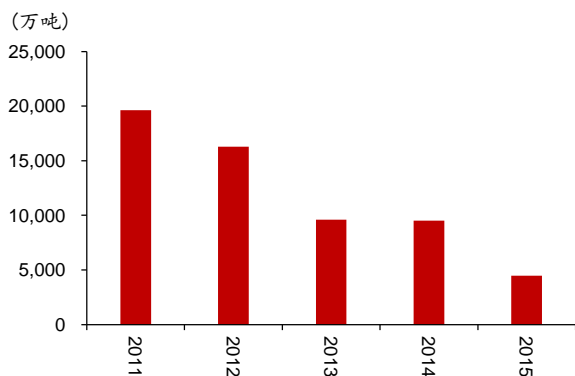
图 7 2015 年水泥产量同比下滑



资料来源: 数字水泥, 华西证券研究所

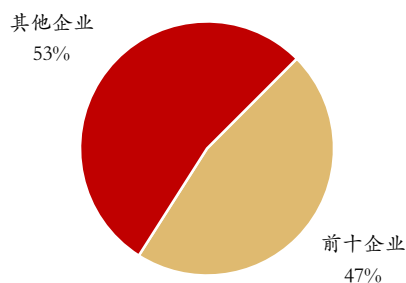
其次, 2015 年, 我国新增熟料产能 4464 万吨, 尽管相比 2011-2014 年有所减少, 但在需求下降背景下, 造成了企业竞争关系大幅恶化, 从而导致水泥价格大幅下滑。2015 年, 全国高标水泥全年均价 277 元/吨, 相比 2014 年下滑 63 元/吨, 行业利润总额 329.7 亿元, 同比下滑 57.7%, 行业平均吨利润 14.0 元/吨, 同比下滑 17.5 元/吨, 所有上市水泥企业扣非净利润 2015 年均大幅下滑。

图 8 2015 年新增产能相比高峰有所减少



资料来源: 数字水泥, 水泥地理, 华西证券研究所

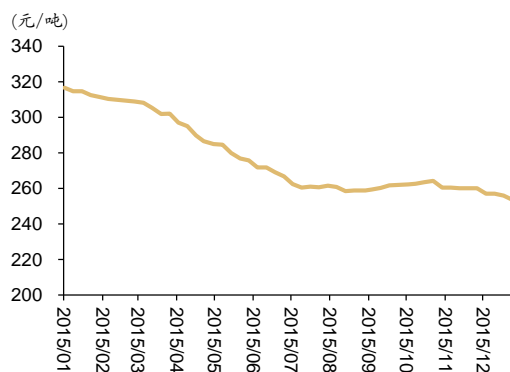
图 9 但小企业是新增产能的主要投放者



资料来源: 数字水泥, 水泥地理, 华西证券研究所

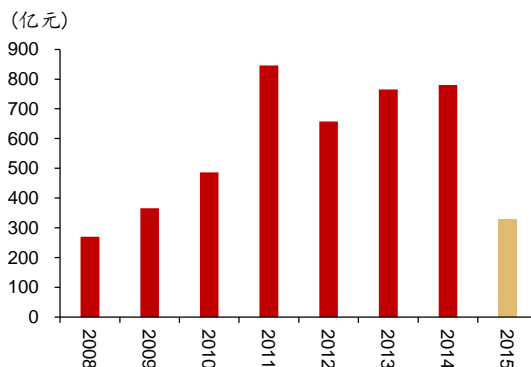


图 10 2015 年水泥价格一路下挫，旺季不旺



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

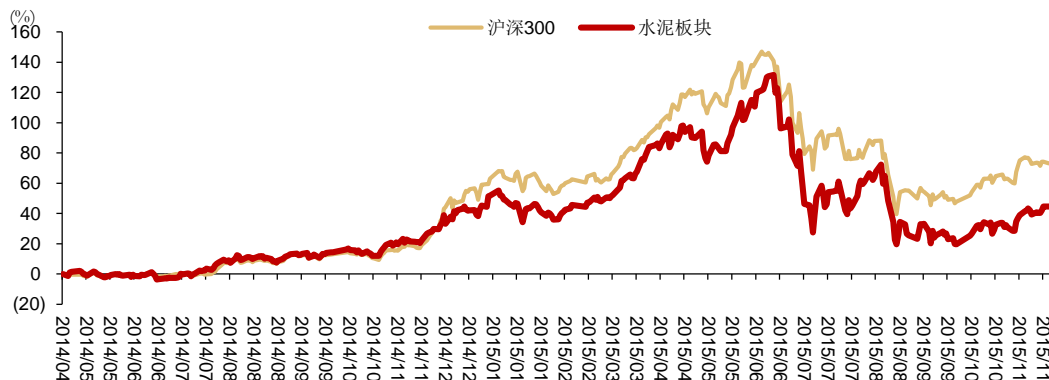
图 11 2015 年行业整体盈利大幅下滑



资料来源：数字水泥，华西证券研究所

受行业景气度降低影响，2014 年 4 月 25 日至 2015 年 11 月 31 日，水泥板块累计涨幅 35.1%，跑输沪深 300 指数 29.4 个百分点。考虑到 2014-2015 年特殊的牛市及股灾行情，我们同样对期间最大涨幅做了统计，则沪深 300 及水泥板块期间最大涨幅分别为 147.0%及 131.5%，就最大涨幅而言，水泥板块同样跑输沪深 300 指数 15.5 个百分点。

图 12 2014-2015 年基建周期内水泥板块跑输沪深 300 指数



资料来源：Wind，华西证券研究所



表 5 2014-2015 年行业景气度降低，板块及大多数个股跑输沪深 300 指数（单位：%）

	累计涨幅	期间最大涨幅	超额收益
沪深 300	64.5	147.0	0.0
水泥指数	35.1	131.5	-29.4
海螺水泥	3.8	74.2	-60.7
上峰水泥	72.9	148.8	8.4
塔牌集团	99.8	320.2	35.3
冀东水泥	27.6	161.6	-36.9
万年青	28.2	126.2	-36.3
祁连山	39.3	125.2	-25.2
天山股份	31.3	154.7	-33.2
宁夏建材	71.2	143.4	6.7
华新水泥	7.9	112.3	-56.6

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 1.3. 2018-2019：高景气度下再次跑赢板块

2018 年，中美贸易摩擦升级增大经济下行压力，2018 年 4 月 17 日央行宣布降准 1 个百分点，随后 2018-2019 年，央行累计降准 6 次，并强调基建托底经济重要性，并于 2018Q4 集中批复重点项目。

表 6 2018-2019 年国家主要经济刺激政策

宣布时间	内容
2018.4.17	下调存款准备金率 1 个百分点
2018.6.25	下调存款准备金率 0.5 个百分点
2018.10.7	下调存款准备金率 1 个百分点
2019.1.4	1 月 15 日及 1 月 25 日分别下调存款准备金率 0.5 个百分点，合计 1 个百分点
2019.9.7	下调存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：人民银行网站，政府网站，华西证券研究所

由于 1) 高基数及 2) 尽管国家刺激基建，但对于政府隐性债务稽查未明显放松，此轮基建刺激效果总体有限，2018 及 2019 年基建投资增速均仅为 3.80%，但由于地产需求保持稳定，供给侧错峰生产执行良好，水泥行业景气度明显回升。2018/2019

年，水泥产量同比增长 3.0%/6.1%，2018 年行业利润总额 1546 亿元，行业平均吨利润 71.0 元/吨，同比 2017 年提升 32.1 元/吨，2019 年行业利润总额 1867 亿元，再创新高。受益于行业的高景气度，2018 年 4 月 17 日至 2019 年 12 月 31 日，水泥板块累计涨幅 38.1%，跑赢沪深 300 指数 30.6 个百分点。

表 7 2018-2019 年水泥行业景气度提升明显

	2017	2018	2019
高标水泥均价 (元/吨)	351	428	438
水泥产量 (百万吨)	2,316	2,177	2,330
水泥产量增速	-0.2%	3.0%	6.1%
行业利润总额 (亿元)	877	1,546	1,867
行业平均吨利润 (元/吨)	38	71	80

资料来源：数字水泥，统计局，Wind，华西证券研究所

图 13 2018-2019 年水泥行业景气度高位，行业跑赢沪深 300 指数



资料来源：Wind，华西证券研究所

2018-2019 年，我们样本中的重点水泥企业均取得超额收益，其中华东水泥及华新水泥超额收益相较北方及华南水泥企业更高，主要因为 2018-2019 年，华东及中南地区年均高标水泥价格累计上涨 120/109 元/吨，改善幅度高于北方地区，因此更获市场青睐。

表 8 2018-2019 年南方水泥企业相对于沪深 300 指数的超额收益更高

	累计涨幅	期间最大涨幅	超额收益
沪深 300	7.6	8.2	0.0
水泥指数	<b>38.1</b>	<b>38.1</b>	<b>30.6</b>
海螺水泥	85.3	85.3	77.7
上峰水泥	70.0	70.0	62.5
塔牌集团	26.3	28.4	18.7
冀东水泥	35.9	57.3	28.3
万年青	46.6	54.1	39.0
祁连山	44.7	44.7	37.1
天山股份	22.4	33.5	14.8
宁夏建材	11.2	11.2	3.6
华新水泥	177.2	177.2	169.7

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 9 2018-2019 年南方地区水泥价格改善幅度更大（单位：元/吨）

	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2017 年均价	354	350	365	363	339	324
2018 年均价	398	399	473	453	423	384
2019 年均价	433	360	485	472	418	401
2018-2019 涨幅	<b>79</b>	<b>10</b>	<b>120</b>	<b>109</b>	<b>79</b>	<b>77</b>

资料来源：数字水泥，华西证券研究所

## 2. 逆周期调控升级可期，板块或再赢超额收益

我们认为由于目前全球疫情扩散风险加剧，多数行业 2020 年全年面临的下行风险加大，基建得天独厚的赶工优势将使得其成为逆周期调控的主要抓手，而目前各省 2020 年基建规划总体仍较为强劲，专项债进一步夯实资金面，同时目前水泥行业集中度也高于 2009 年和 2015 年，因此我们认为全年水泥需求预期有望上修至 2-5%（此前预期 0-2%），从而使得行业高景气度延续，并带动板块再获超额收益。

### 2.1. 各省 2020 基建投资目标总体保持强劲

我们统计了 18 个已经公布 2020 年交通基建规划的省份，则上述 18 个省份中大多数省份 2020 年规划相对于 2019 年有所上升，而根据我们统计，2020 年上述 18 省份规划交通基建总投资额 17575 亿元，同比 2019 年增长 11.6%。此外，2018/2019 年，发改委累计批复重点建设项目投资额 14143/10807 亿，是近年来重点项目批复的高峰，考虑到 2-4 年的工期，我们认为 2020 年基建需求强劲，且在逆周期调控中，政府或再出台刺激性政策，进一步提振基建需求。

图 14 2020 年部分省份交通投资规划总结

	2019 计划	2020 计划	同比	口径
北京	537	662	23.3%	建安投资
河北	900	950	5.6%	交通运输固定资产投资
山西	434	578	33.2%	公路、机场和枢纽建设
内蒙古	400	400	0.0%	公路水路交通运输固定资产投资
山东	1,622	1,842	13.6%	交通投资
江苏	1,370	1,576	15.0%	交通建设投资
安徽	700	700	0.0%	交通建设投资
上海	1,360	1,500	10.3%	重大工程项目建设
浙江	2,600	3,000	15.4%	综合交通建设投资
江西	560	700	25.0%	交通基础设施建设
福建	850	900	5.9%	
湖南	500	500	0.0%	交通投资
广东	1,200	1,300	8.3%	
广西	1,100	1,400	27.3%	交通固定资产投资
陕西	650	700	7.7%	交通投资
青海	322	200	-37.8%	综合交通基础设施项目
宁夏	120	125	4.2%	公路水路固定资产投资
新疆	526	542	3.0%	交通运输固定资产投资
合计	15,751	17,575	11.6%	

资料来源：各省交通厅网站，百度，搜狐，华西证券研究所

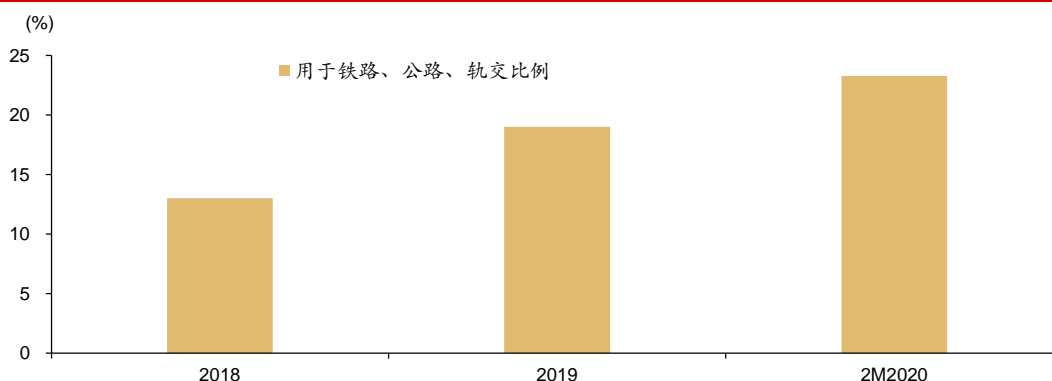
## 2.2. 专项债发行同比大增，用于基建比例提升

2020 年 2 月 11 日，财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中一般债务限额 5580 亿元，专项债务限额 2900 亿元，加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元，专项债/一般债提前批复额度供给 12900/5580 亿元。

我们认为此轮逆周期调控中，专项债发行进度同比明显提速。根据华西证券固收团队统计，截止到 2020 年 2 月 26 日，2020 年发行地方政府新增债券合计 10419.85 亿元，同比增长 64.7%，其中新增一般债 1724.94 亿元，占提前批复额的 30.9%；其中新增专项债 8694.91 亿元，占提前批复额的 67.4%。由于专项债发行同比明显提速，我们判断目前地方政府到位资金较为充足。

此外，2020 年已发行新增地方政府专项债券中，用于基建投资的比例提升。根据我们统计，截止到 2 月 26 日，已发行的新增专项债券中，投资于公路、铁路、轨交的债券合计 2029.87 亿元，占总发行额的 23.3%，相比于 2018 年全年的 13%及 2019 全年的 19%有所提升。判断全年趋势仍将延续，用于基建的专项债资金比例将进一步提升，从而确保基建基金到位。

图 15 新增专项债中用于铁路、公路及轨交的比例有提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 2.3. 2020 VS 2008&2015：更高的集中度，更好的供给侧

我们认为相比于 2008-2009 以及 2014-2015 两轮基建周期，2020 年水泥行业供给侧的形势更加良好，因此也更加有利于水泥行业高景气度的延续。

首先，2020 年新增产能更少。根据数字水泥网统计，2020 年全国预计净新增新干法熟料产能 2045 万吨（判断其中部分可能因为疫情延迟投产），相较于 2019 年底同比增长 1.1%，而 2009/2015 年，全国净新增新干法熟料产能 20098/4464 万吨，占前一年产能的 29.1%/2.6%（2008-2009 年时部分老式干法、半干法产能被淘汰，判断实际新增熟料产能 20%左右），而新增产能冲击的减少有助于行业新增供给的控制。

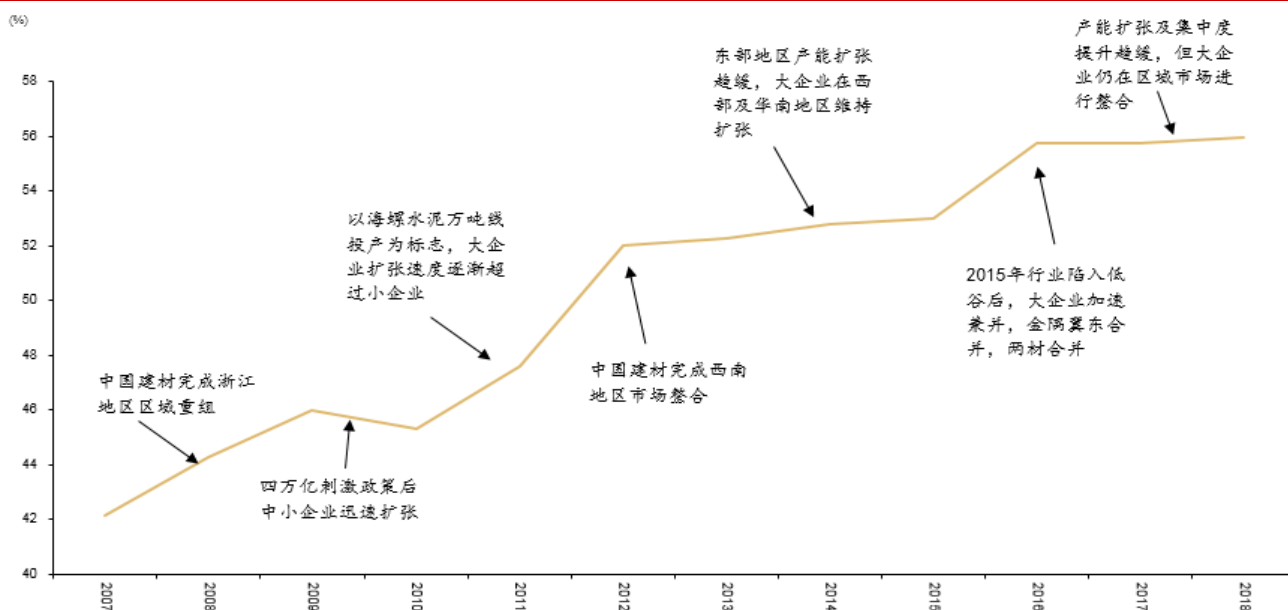
表 10 2020 年新增产能绝对量及冲击率相较以往更低（单位：万吨）

	上年年底熟料产能	当年新增熟料产能	冲击率
2009	69,018	20,098	29.1%
2015	170,413	4,464	2.6%
2020	182,392	2,045	1.1%

资料来源：数字水泥，水泥地理，华西证券研究所

其次，相比于此前两轮基建周期，2020 年水泥行业集中度更高。根据我们统计，截止到 2019 年底，我国水泥行业 CR10 达 56%，相较于 2008 年的 44.3%及 2014 年的 52.8%更高，且海螺水泥、中国建材、金隅冀东、华润水泥等头部企业间战略合作更加良好，而当前全国高标水泥均价 454.83 元/吨，高出去年同期 25.8 元/吨，起点更高。因此我们如果 3 月能够正常复工，则行业的高景气在全年认可延续，从而带动行业利润再创新高，并使得板块再获超额收益。

图 16 目前行业集中度相较于前两轮基建周期更高



资料来源：数字水泥，水泥地理，华西证券研究所

### 3. 重点公司盈利预测及投资建议

我们认为早周期建材将是基建发力的最大受益者，同时全年开工确定性大于竣工。目前水泥行业估值仅 6-9 倍，在全年高景气度确定性强，需求预期有望上修背景下，安全边际较高。推荐水泥板块，推荐海螺水泥，华新水泥，上峰水泥，北方受疫情影响较小的冀东水泥、祁连山，2020H1 弹性标的塔牌集团、万年青。

表 11 重点水泥企业盈利预测及估值 (单位：百万元)

	2019E 净利润	2019 同比	2020E 净利润	2020 同比	2019E PE	2020E PE
海螺水泥-A	33,679	13.0%	35,606	5.7%	8.6	8.2
塔牌集团	1,734	0.6%	2,091	20.6%	8.3	6.9
冀东水泥	2,895	95.2%	3,503	21.0%	8.8	6.7
华新水泥	6,590	27.2%	7,006	6.3%	7.5	6.8
万年青	1,342	17.9%	1,668	24.3%	6.6	5.3
上峰水泥	2,144	45.6%	2,224	3.7%	7.3	6.8
祁连山	1,071	63.6%	1,226	14.4%	9.0	7.8

资料来源：Wind，公司年报，华西证券研究所

同时推荐防水行业龙头企业东方雨虹、科顺股份、凯伦股份，减水剂龙头苏博特（建材、化工联合覆盖），垒知集团、红墙股份受益。

#### 4. 风险提示

**疫情持续时间超预期：**我们认为疫情时间超预期是目前最大风险，如果疫情持续时间超预期，则可能从以下几个方面使得行业基本面恶化：1）复工延迟削弱 3-5 月旺季需求，2）房地产销售活动被进一步限制，从而对房地产开工造成压力，3）进一步恶化市场情绪。

**环保限产弱于预期：**如果环保限产弱于预期，则有效供给可能多于预期，进一步恶化行业基本面。

**其他系统性风险：**贸易摩擦等其他因素可能影响 A 股总体走势及估值。



## 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郝暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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