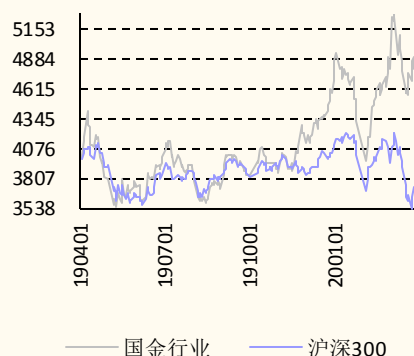


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金水泥指数	4897
沪深 300 指数	3710
上证指数	2772
深证成指	10110
中小板综指	9553



六大维度下 坚定水泥板块投资

投资建议

- **行业策略：**水泥价格上涨持续了 4 年，市场担忧未来价格下降而给予板块较低的估值。我们认为，只要需求不出现断崖式下滑，行业足以通过控制供给来动态对冲需求变化，进而维持价格稳定。2020 年水泥价格同比上涨的可能性高，当前水泥板块估值处于历史低位，未来估值有上行空间。
- **推荐组合：**建议关注西北水泥龙头祁连山、华北水泥龙头冀东水泥、粤东高股息水泥龙头塔牌集团、疫情好转后业绩修复的华新水泥。

行业观点

- **供给端的有效控制继续支撑行业高景气：**2016 年以来的行业上行周期主要得益于供给端的有效控制。随着产能置换政策趋严，新增产能仍将受到严格控制，同时错峰生产已趋常态化，并逐渐拓展至全国和非采暖季。在产能仍然过剩的背景下，错峰生产政策有望延续。此外，2020 年环保压力仍然较大，应急减排下的环保限产将更加严格和频繁，行业供给有望进一步收缩。
- **逆周期调节预期升温，下游需求难以滑坡：**疫情对经济造成较大冲击，面对经济下行压力，基建托底预期升温。地方基建项目的增量资金主要依靠专项债，随着专项债发行额度的增加，基建投资有望呈现温和回升。我们认为，基建领域对水泥的消费将出现一定幅度增长，对水泥全年总需求形成支撑。
- **疫情全年影响有限，水泥价格有望再上台阶：**新冠疫情防控工作，对一季度水泥需求产生较大影响。我们认为，需求仅是延后而非消失，待下游施工恢复后，耽误的水泥消费将在后三个季度弥补回来，全年影响有限。随着疫情防控形势向好，项目复工比例不断提高，下游需求已逐步启动。得益于供给端的有效控制，当前水泥价格仍然有较强的韧性，待需求集中在后三季度释放，全年水泥价格中枢有望继续上移。
- **依托主业，产业布局逻辑清晰：**由于国家严控水泥行业新增产能，水泥企业立足主业，纷纷进行产业链的拓展，布局方向主要有骨料和水泥窑协同处置业务。随着国家对露天矿山和河道整治力度的加大，使得骨料供给收缩明显，价格一直高位运行。骨料的生产成本低、毛利率高，与水泥主业协同性较强。水泥企业利用自身水泥窑的优势处置固废，装置改造成本较低，后期仅为运行和维护费用，具有建设时间短、回收期短的特点。水泥窑处置危废毛利率较高，且可使得产线在一定程度上规避错峰生产带来的产量损失。
- **盈利持续向好，“高股息”特征显现：**2016 年以来，水泥行业盈利情况逐年向好，但由于产能扩张受限，因此无大额资本支出计划，同时资产负债率也在逐年降低，现金流状况极好。近年来，行业上市公司现金分红金额不断攀升，板块“高股息”属性凸显。在资产回报率下降的背景下，水泥板块受到外资和保险资金的青睐。

风险提示

- 下游需求大幅下滑风险；天气不利影响下游施工；疫情防控常态化对生产要素配置影响；水泥行业供给政策出现调整。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

内容目录

1. 供给端的有效控制将继续支撑行业高景气	3
2. 逆周期调节预期升温，下游需求难以滑坡	6
3. 疫情影响有限，水泥价格再上台阶	8
4. 依托主业，产业布局逻辑清晰	9
4.1 露天矿山和河道治理导致骨料价格大幅上涨	9
4.2 水泥窑协同处置利润率高，并可以规避错峰生产	10
5. 盈利持续向好，“高股息”特征显现	11
6. 估值处历史底部，有继续上行空间	12
7. 风险提示	13

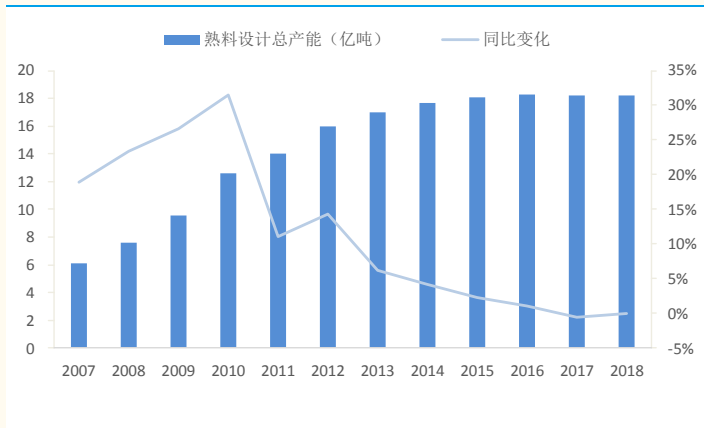
图表目录

图表 1：中国水泥熟料总产能基本稳定	3
图表 2：2017 年以来水泥价格上涨与需求关联度下降	3
图表 3：水泥行业产能置换政策趋紧	3
图表 4：错峰生产政策趋于严格	4
图表 5：从利益相关者角度看错峰生产政策将会延续	5
图表 6：水泥和水泥熟料产能利用率尚未进入合理区间	5
图表 7：重污染红色预警下水泥熟料全线停产	6
图表 8：2019 年水泥需求出现回升	6
图表 9：房地产竣工带动水泥需求增长	6
图表 10：2020 年各省投资计划陆续出台	7
图表 11：基建资金来源主要依赖专项债	7
图表 12：历史上水泥旺季在 5 月	8
图表 13：2020 年 Q1 淡季水泥均价同比上涨	8
图表 14：机制砂与河砂在性能上差别不大	9
图表 15：河砂开采限制越来越多	9
图表 16：机制砂投资前景广阔	9
图表 17：上市公司骨料业务毛利率远高于水泥主业	10
图表 18：水泥上市公司利润创新高	11
图表 19：水泥上市公司现金分红总额持续增加	11
图表 20：水泥板块股息率高于 4% 以上公司有八家	11
图表 21：水泥板块估值处于历史底部	12

1. 供给端的有效控制将继续支撑行业高景气

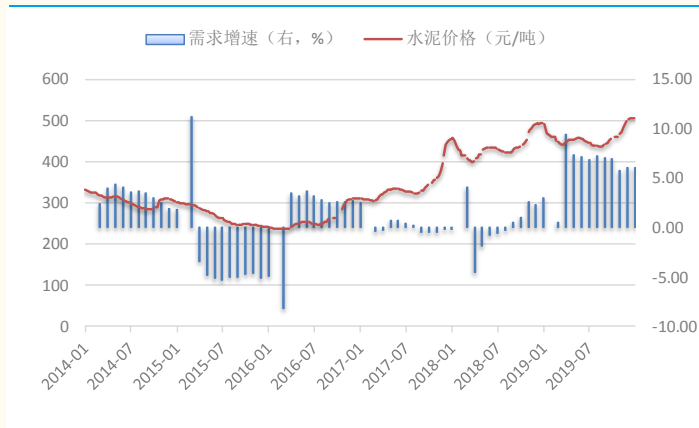
2016 年以来的行业上行周期过程中，下游需求并未发生实质性改变，主要得益于供给端的有效控制。由于我国经济进入转型升级、减速换挡的增长模式，水泥需求也逐渐步入平台期，而此前供给端的大规模扩张，使得行业早已面临严重产能过剩的问题。在此轮供给侧结构性改革中，通过严禁新增产能的手段使得产能总量保持稳定。更重要的是，通过错峰生产政策的实施，达到了“去产量”的目的，供给得以有效压缩，水泥价格从底部逐渐攀升。

图表 1：中国水泥熟料总产能基本稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：2017 年以来水泥价格上涨与需求关联度下降



来源：Wind，国金证券研究所

产能置换政策趋严，新增产能仍将受到严格控制。2016 年 5 月，国务院发布《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，明确提出严禁新增产能，新建产线必须通过产能置换解决。2018 年 1 月，工信部印发《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，要求施行减量置换，污染敏感地区置换比例为 1.5:1、非污染敏感地区（西藏除外）为 1.25:1。面对执行过程中，政策落实到位的情况，相关严肃产能置换的政策也相继出台。2018 年 8 月，工信部和发改委发布《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案；2020 年 1 月，工信部在《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》中指出，停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换。得益于产能置换政策的执行，2016 年至今，水泥熟料设计产能总量没有出现增长。

图表 3：水泥行业产能置换政策趋紧

发布时间	发布部门	政策	政策内容
2016.5	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	水泥行业严禁建设新增产能项目，确有必要建设的新项目，须按照等量或减量的原则制定产能置换方案
2018.1	工信部	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》	除西藏地区继续执行等量置换外，其他地区全面实施减量置换，其中：位于国家规定的环境敏感区内的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能；位于非环境敏感区内的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能
2018.8	工信部	《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	要求各地主管部门严肃产能置换，坚决禁止水泥、平板玻璃行业新增产能，严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案，确保产能置换方案执行到位
2020.1	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（自 2021 年 1 月 1 日起实行）

来源：各部委网站，国金证券研究所

错峰生产政策的实施是供给压缩的主要原因。政策的核心是要求水泥企业在行业淡季时适当停止生产，缓解供给过剩压力。错峰生产最初的构想是在北方采暖季通过限制当地水泥企业生产，进而达到雾霾治理与化解产能过剩的双重目的。2014年，错峰生产概念正式提出，并在部分北方省份进行试点。2015年在水泥协会主导下，错峰生产范围拓展至北方十五省。

在总结前两年的经验基础上，2016年，国务院发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》正式将错峰生产作为一项产业政策推出，顶层设计宣告完成；同年10月，工信部、原环保部联合发布《2016-2020年期间水泥错峰生产工作通知》，决定在北方地区全面试行错峰生产的基础上，进一步做好2016-2020年期间水泥错峰生产工作。

错峰生产已趋常态化，并逐渐拓展至全国和非采暖季。目前我国绝大部分省市都已执行水泥行业错峰生产政策，更有部分省份出台了非采暖季的错峰计划，错峰生产力度进一步加强。夏季高温、雨水天气对下游需求影响较大，该时段的错峰生产对稳定供求关系、引导价格平稳运行起到重要作用。

图表 4：错峰生产政策趋于严格

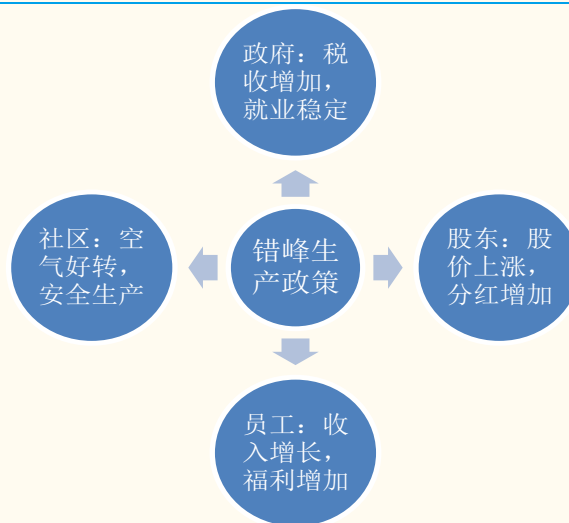
时间	政策名称	主要内容
2014.12	《泛华北地区水泥企业错峰生产自律公约》	明确表示从2015年1月15日至3月15日，四省二市的水泥企业将陆续“停窑”，在两个月的时间里实行错峰生产
2015.11	《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	2015-2016年采暖期在北京、天津、河北、山西、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、新疆维吾尔自治区及新疆生产建设兵团的水泥熟料生产线试行错峰生产，并新增甘肃、陕西、青海、宁夏、内蒙古五个省市自治区
2016.5	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产，缩短水泥熟料装置运转时间，压减采暖地区熟料产能。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产
2016.11	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	对水泥错峰生产做出了部署具体错峰生产范围包括北方15省区市所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产
2018.4	工信部回复《关于水泥行业错峰生产规则认定的请示》	电石渣生产水泥企业通过“错峰置换”的形式参与错峰生产；协同处置城市生活垃圾或危险废物等保民生任务的，可不全面实施错峰生产，但应根据任务量核定最大允许的生产负荷
2019	各省市市政府2019-2020年错峰生产政策	青海省在2019年11月15日-2020年9月30日期间执行错峰生产，海西州水泥企业累计停窑时间120天，其余地区累计停窑时间5.5个月；黑龙江省在2019年10月20日至2020年4月20日，错峰6个月；吉林省于2019年11月10日至2020年3月31日全面实行错峰生产；山东省2019年11月15日0时-2020年3月15日24时错峰生产

来源：各部委网站，地方政府网站，国金证券研究所

错峰生产给行业带来的积极变化有目共睹，行业供需格局将持续得到改善。2019-2020年，内蒙古及东北地区的采暖季错峰生产认知空前统一，执行力度也是近年最佳。面对新冠疫情的影响，部分地区企业主动延长错峰生产时长，并在行业内达成在产产能库满后将主动停产的共识。以上均彰显了企业对错峰生产政策的支持和拥护。

错峰生产政策得到社会各界的广泛认可，在产能仍然过剩的背景下，我们认为该项政策将继续延续下去。2020年1月，工信部原材料工业司对水泥行业错峰生产以来给大气污染防治、缓解产能过剩等方面的作用给予了积极评价。同时，工信部要求行业协会总结错峰生产好的做法和经验，并引导错峰生产政策继续平稳有序、顺利开展。

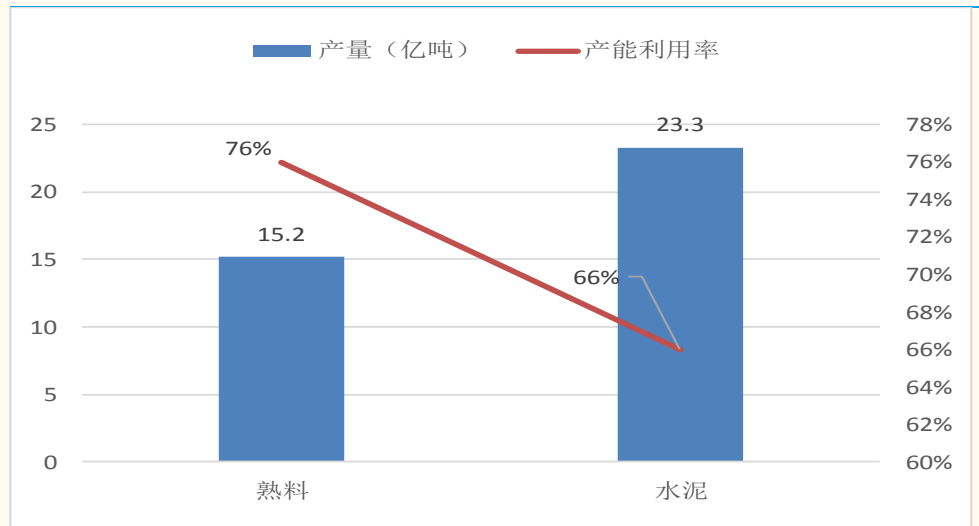
图表 5：从利益相关者角度看错峰生产政策将会延续



来源：国金证券研究所

国务院出台的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中是将错峰生产作为一项化解水泥行业产能过剩的措施推出的，并未明确截止时点，蕴含着“若产能利用率未回到合理区间，错峰生产将继续执行”的可能性。2017 年 12 月，中国水泥协会印发的《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》中的指引，熟料合理产能利用率 80%，水泥合理产能利用率 70%。根据水泥协会数据，2019 年我国熟料产量为 15.2 亿吨，实际产能超过 20 亿吨，产能利用率为 76%；水泥产量 23.3 亿吨，实际产能在 35 亿吨左右，产能利用率为 66%，部分北方地区产能利用率更低。整体而言，当前行业产能利用率距离合理区间仍有一定差距，在中国的水泥需求已经进入平台期的情况下，水泥行业产能过剩的问题仍没有解决，行业“去产能”仍然任重道远。

图表 6：水泥和水泥熟料产能利用率尚未进入合理区间

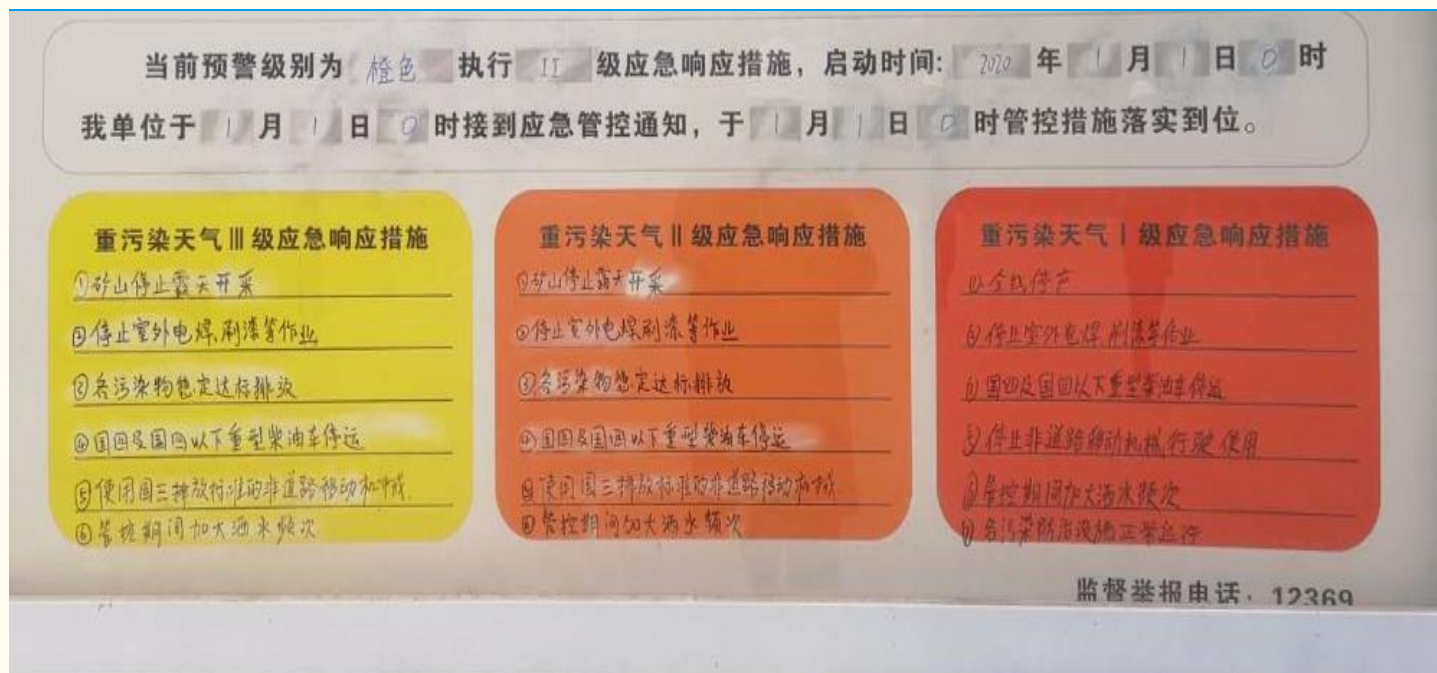


来源：Wind，国金证券研究所

作为错峰生产的“变种”，应急减排下的环保限产，将进一步收缩边际供给。目前在部分省市施行对工业企业的应急减排政策，即在重污染天气情况下，地方政府会要求水泥产线临时关停，这导致了供给的减少。2019 年，河北、河南、山东多地企业受此影响，产能释放受到压制，区域水泥价格进一步抬升。2020 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，京津冀及周边地区环保压

力较大，对减排要求也会更高，对区域内水泥企业的生产管控或将更加严格。此外，以往国家的重大会议将在三月份召开，恰好处于错峰停产的时间段，但今年由于疫情原因，会议召开时间势必延迟。后续为保证会议期间的空气质量，环保限产力度一定不会放松。

图表 7：重污染红色预警下水泥熟料全线停产

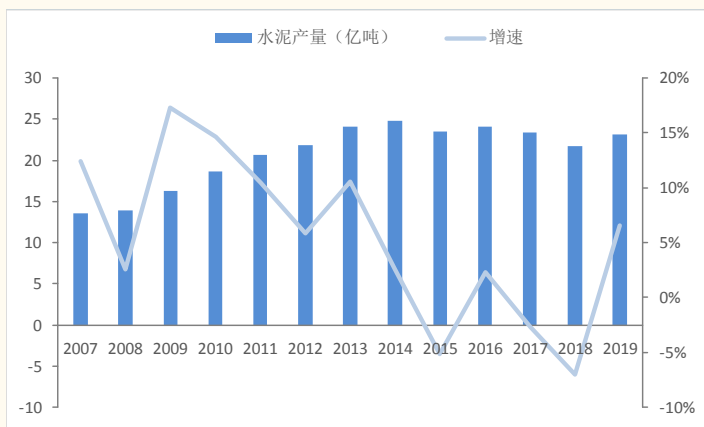


来源：某水泥企业现场，国金证券研究所

2. 逆周期调节预期升温，下游需求难以滑坡

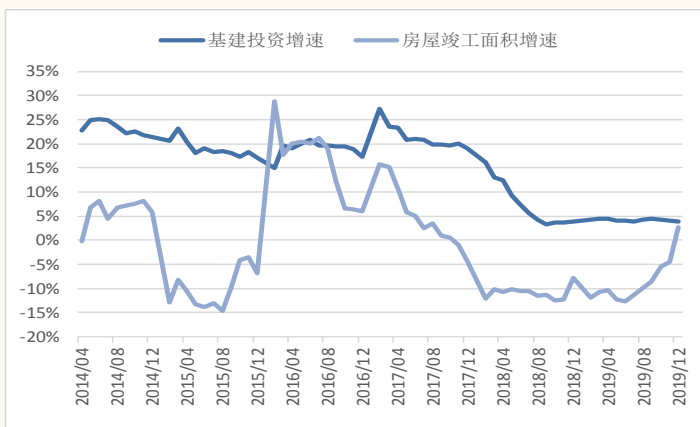
2019 年全国水泥产量（产量即为需求量）达到 23.3 亿吨，同比增长 6.1%，超出市场预期。分结构来看，全年基础设施投资建设（不含电力）增速为 3.8%，不及预期；房地产领域的竣工修复是拉动水泥需求增长的主导力量，全年房屋竣工面积增速为 2.6%，上年同期为 -7.8%；房地产建筑工程投资增速为 11.80%，上年同期为 -2.3%。

图表 8：2019 年水泥需求出现回升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：房地产竣工带动水泥需求增长



来源：Wind，国金证券研究所

新冠疫情对国民经济造成冲击，经济面临下行压力，基建托底预期升温。新冠疫情严重影响我国一季度社会正常生产生活，且已在全球蔓延。我国经济

的三驾马车——投资、消费以及出口均将面临挑战，作为政府发挥主导作用的基建有望成为拉动经济的重要手段。目前，多省份已陆续公布 2020 年重点建设项目投资计划，投资总额巨大，基建投资仍是其中重要部分。

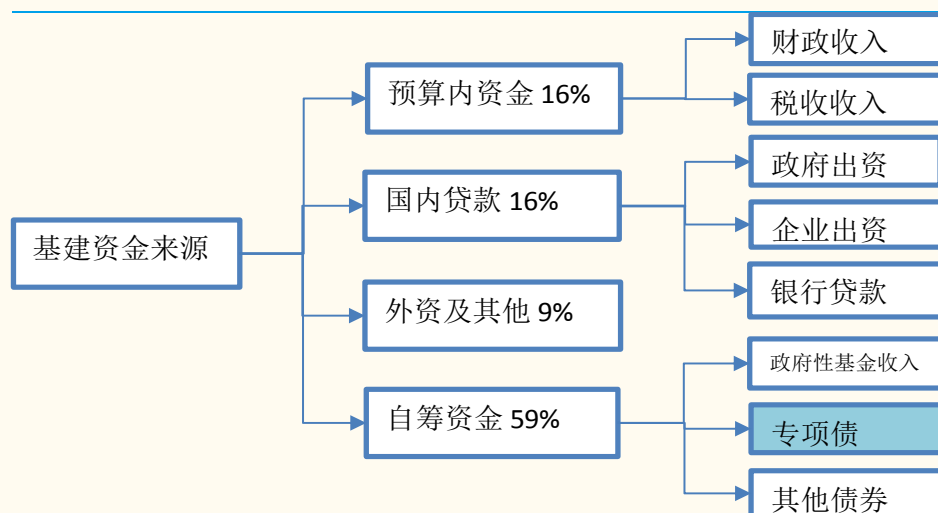
图表 10：2020 年各省投资计划陆续出台

省份	总投资额（亿元）	计划投资额（亿元）	项目清单
北京市	—	2523	合计 300 个，其中 100 个重大基础设施项目，当年计划投资 662 亿元
天津市	10025	2105	合计 346 个，其中 112 个基础设施项目，当年计划投资 920 亿
重庆市	约 27200	3445	合计 924 个其中重大基础设施项目 367 个
广西壮族自治区	19619	1674	合计 1132 个
宁夏回族自治区	2268	510	合计 80 个，其中重大基础设施项目 21 个，当年计划投资 151.2 亿元
福建省	38400	5005	合计 1567 个
广东省	59000	7000	合计 1230 个
贵州省	—	7262	合计 3357 个，其中重大基础设施项目 900 个，当年计划投资 2076 亿元
河南省	33000	8372	合计 980 个，齐总基础设施项目 116 个
河北省	18833	2402	合计 536 个
黑龙江省	8856	2000	合计 300 个
湖南省	近 10000	—	合计 105 个，其中基础设施项目 75 个
江苏省	—	5410	合计 240 个，其中基础设施项目 47 个，当年计划投资 2212 亿元
江西省	11194.53	2390.19	合计 335 个
陕西省	33826	5014	合计 600 个
四川省	44442.8	6185.4	合计 700 个，其中基础设施项目 266 个，当年计划投资 2903.2 亿元
云南省	超 50000	约 4400	合计 525 个

来源：各地方政府网站，国金证券研究所

当前防控地方政府隐性债务风险的力度并未减弱，地方基建项目的增量资金主要来源还将依靠专项债。我们分析了基建投资资金的五大主要来源，即国家预算内资金、国内贷款、利用外资、自筹资金以及其他资金，认为社会资金流入将继续受到限制、疫情对国民生活的冲击也使得国家财政面临一定压力、土地财政由于房地产周期性原因已显疲态，因此专项债将成为拉动基建投资回升的核心力量。

图表 11：基建资金来源主要依赖专项债



来源：国金证券研究所

2019 年下半年开始，政府已陆续出台专项债对基建投资的支持政策，如：

允许专项债作为符合条件的重大项目资本金；调整部分补短板基础设施项目的最低资本金比例；提前下达 2020 年专项债部分新增额度等。截至 2020 年 3 月 26 日，财政部已经提前下达了 2020 年新增专项债额度合计 1.29 万亿，将全部用于基础设施建设，而 2019 年 2.15 万亿专项债投入基建领域的比例仅占 25% 左右。根据 21 世纪经济报道，监管部门已下发要求，明确 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域。这一系列政策都在鼓励专项债资金向基建领域流入。

从目前情况看，受资金约束，基建投资虽然难有大幅提升，但有望呈现温和回升的态势。面对疫情对经济的影响，后期不排除政府继续加大逆周期调节力度。2020 年 3 月 27 日，中央政治局会议强调“加大宏观政策调节和实力度，积极的财政政策要更加积极有为”，后续将适当提高财政赤字率，并发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。综合判断，基建领域对水泥的消费将出现一定幅度增长，进而对水泥全年总需求形成支撑。

3. 疫情影响有限，水泥价格再上台阶

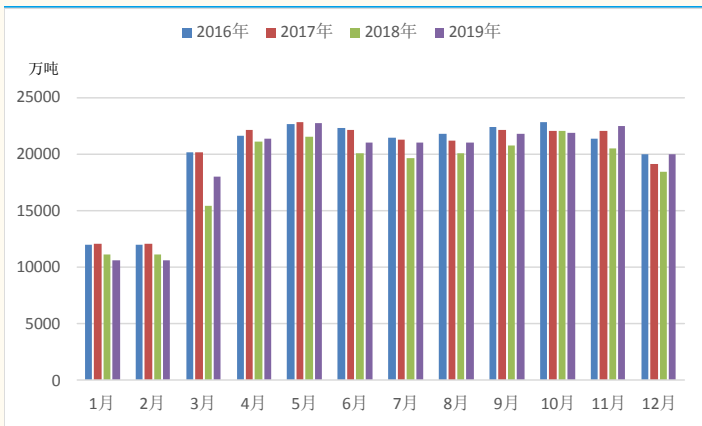
新冠疫情防控工作，对一季度水泥需求产生较大影响，但全年影响有限。根据国家统计局数据，2020 年 1~2 月，全国共生产水泥 1.50 万吨，同比下滑 29.5%。然而，一季度历来是水泥行业的传统淡季，2019 该时段的水泥需求仅占全年比例的 16.8%。由于基建施工可以通过加快施工进度和延长施工时间进行弥补，我们认为，一季度受疫情影响的需求仅是延后而非消失。待下游需求全面启动后，耽误的水泥消费将在后三个季度弥补回来。

面对需求下滑，2020 年一季度水泥价格仍然有较强的韧性，这仍然得益于供给端的良好秩序。此前行业达成共识：为应对疫情，企业在产能库满后将主动停产，并根据疫情情况延长停产。而且，北方地区企业采暖季错峰生产时间与疫情防控最为严峻的时期几乎重合，供需基本面受到的波及较小。

随着疫情防控形势向好，项目复工比例不断提高，下游需求已逐步启动。根据发改委数据，截至 3 月 20 日，除湖北外，重点项目复工率为 89.1%。后续随着施工人员的陆续到岗，相关项目的施工进度也将完全恢复，大规模的赶工潮蓄势待发，水泥需求有望迎来全面复苏。复工政策最为“硬核”的浙江和珠三角地区终端需求恢复较好，出货量明显增加，普遍在 90% 左右，部分企业接近 100%。截至 3 月 20 日，全国水泥库容比为 72.63%，为 2020 年以来的首次下降，这也说明下游需求逐渐复苏。目前库存较低的宁夏、青海水泥企业已率先在全国提价。

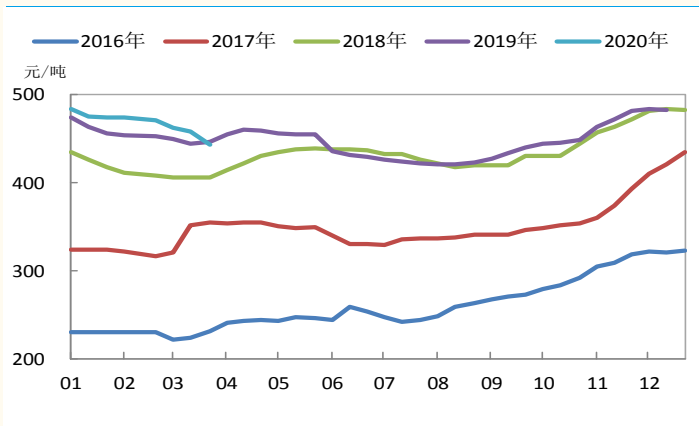
我们认为，2020 年绝大部分需求集中在后三季度释放，势必将抬升全年水泥价格中枢。截至 2020 年 3 月 27 日，全国 PO42.5 水泥价格为 468 元/吨，同步上涨 3%。随着二季度施工旺季的到来，2020 年水泥均价将高于 2019 年。

图表 12：历史上水泥旺季在 5 月



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：2020 年 Q1 淡季水泥均价同比上涨



来源：Wind，国金证券研究所

4. 依托主业，产业布局逻辑清晰

由于国家严控水泥行业新增产能，在不偏离主业的基础上，业内企业纷纷进行产业链的拓展，布局方向主要有骨料和水泥窑协同处置业务。

4.1 露天矿山和河道治理导致骨料价格大幅上涨

骨料（河砂、机制砂等）是混凝土及砂浆中起骨架和填充作用的粒状材料，在混凝土中 1 吨水泥需要匹配 6 吨骨料，因此水泥和骨料下游客户重合度较高。骨料与熟料生产在资源和技术方面有较多共通之处，水泥企业发展骨料业务具有天然的优势。

图表 14：机制砂与河砂在性能上差别不大

	机制砂	河砂
坚固性和耐久性	较差，但仍可以达到优等品指标	坚固性、耐久性强
石粉含量	较多，但能通过工艺将石粉洗出	石粉含量少
颗粒度	立体、整齐、粘结性强	表面圆润、光滑
获取成本	较低，加工不受自然天气影响	相对较高，目前河道开采限制越来越多
加工周期	加工周期短，仅需几台设备即可	形成期漫长，需要长年累月的积累
投资前景	需求量大，投资前景广阔	开采限制多，投资需谨慎

来源：国金证券研究所

近年来，由于国家对露天矿山和河道整治力度的加大，使得供给收缩明显，骨料价格大幅上涨。面对河砂等天然砂石资源日渐枯竭的现状，国家开始收紧河砂开采政策，禁采范围逐步扩大，致使天然砂石产量大幅减少。此外露天矿山的治理使得许多中小砂石企业加速退出市场，机制砂供给也出现下滑。根据砂石骨料网数据，全国骨料平均离岸价格在 2016 年初仅为 26 元/吨，2018 年底已达到 65 元/吨。

图表 15：河砂开采限制越来越多



来源：中国砂石协会《两会期间长江流域开展河道采砂专项打击，河砂价格或上涨》，国金证券研究所

图表 16：机制砂投资前景广阔

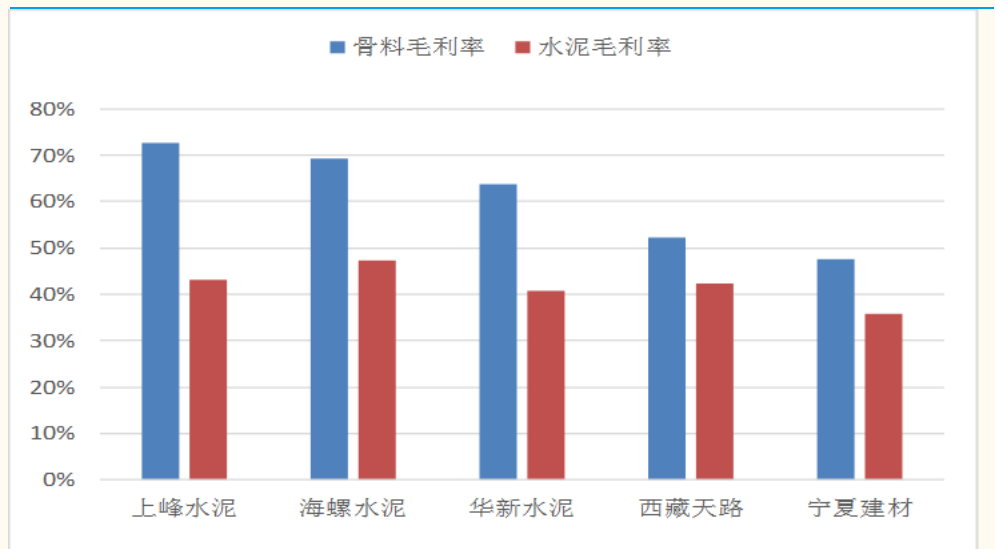


来源：中誉鼎力网站《机制砂的标准和级配影响因素》，国金证券研究所

2018 年 10 月，河南省人民政府办公厅下发《关于进一步加强河道采砂管理的意见》，要求坚持生态优先、有序开采的基本原则，规范河道采砂审批管理，加强采砂、运砂船车管理等。2020 年 3 月，水利部河湖局印发《2020 年河湖管理工作要点》，要求加强对长江、黄河及全国河道采砂整治，鼓励河道砂石统一开采管理，严厉打击非法采砂行为。随后，水利部、公安部、交通运输部联合下发通知，决定建立长江河道采砂合作机制，打击非法采砂、加强涉砂船舶管理等。随着国家对于砂石开采管理的日趋严格，未来骨料价格将会保持在高位运行。

2020年3月，国家发改委、工业和信息化部等十五部门和单位联合印发了《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》。指导意见中明确提出，要推动机制砂石产业高质量发展，加快形成机制砂石优质产能，同时要**加强河道采砂综合整治与利用**。**水泥企业拥有丰富的石灰石和骨料矿山资源，利用石灰石尾矿生产机制砂，一方面可以实现资源综合利用，还可以为水泥企业带来可观的盈利。**2019年，海螺水泥骨料业务毛利率高达70.6%，较2016年提升24.48个百分点。2018年华新水泥（2019年报尚未披露）骨料业务毛利率达到63.84%，毛利率较2016年提升19.55个百分点。值得一提的是，上市公司的骨料业务毛利率均远超自身水泥业务毛利率。

图表 17：上市公司骨料业务毛利率远高于水泥主业



来源：Wind，国金证券研究所

4.2 水泥窑协同处置利润率高，并可以规避错峰生产

水泥窑协同处置是指将符合条件的固体废物投入水泥窑，在进行水泥熟料生产的同时利用高温环境，实现对固体废物的无害化处置过程。与传统焚烧处置、填埋处置相比，此种方法更加环保。2013年1月，国务院印发了《循环经济发展战略及近期行动计划》，明确提出鼓励水泥窑协同资源化处置固体废物。2016年10月，在工信部发布的《建材工业发展规划(2016-2020年)》中，明确提出支持利用现有新型干法水泥窑协同处置生活垃圾、城市污泥、污染土壤和危险废物，并将其列入重点推广工程。

由于水泥单位价值量低，区域特征明显，销售半径一般在150-200公里以内，需求量与当地的经济发展水平、基建需求情况密切相关。固废主要来自于工业生产、民众日常生活，固废的产量与当地的经济发展水平相关。因此，水泥产能分布与固废产量分布情况基本匹配。

水泥企业利用自身水泥窑的优势处置固废，装置改造成本较低，后期仅为运行和维护费用，因此具有建设时间短、回收期短的特点。根据冀东水泥发布的可转债募集书，公司拟建的水泥窑协同处置项目回收期在4-6年，内部收益率为20%左右。一般水泥窑处置危废毛利率较高，处置生活垃圾与污泥毛利率较低。根据海螺创业公司公告，2019年，固废处置板块毛利率达到73.36%，垃圾处置毛利率为26.04%。此外，具有水泥窑协同处置任务的产线可在一定程度上规避错峰生产带来的产量损失，可谓一举两得。

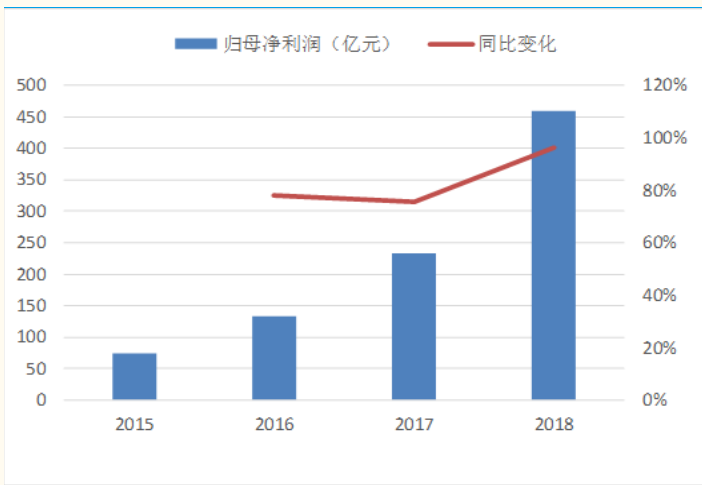
新冠疫情期间，湖北水泥企业在医疗垃圾处置方面表现突出，获得社会高度认可，如何快速处置医疗垃圾也在引起国家的重视。根据21世纪经济报道，2020年3月监管部门已下发要求，明确2020年全年专项债新增应急医疗救治设施、公共卫生设施等领域项目。目前多家水泥企业均有水泥窑协同处置项目建设计划，未来该业务有望成为行业新的利润增长点。

5. 盈利持续向好，“高股息”特征显现

2016 年以来，水泥行业盈利情况逐年向好，2019 年全行业实现利润 1867 亿元，同比增长 19.6%，再创历史新高。水泥企业在赚取高额利润的同时，却没有大额资本支出计划（产能扩张受限），资产负债率逐年降低，因此现金流状况良好。近年来，行业上市公司现金分红金额不断攀升，板块“高股息”属性凸显。

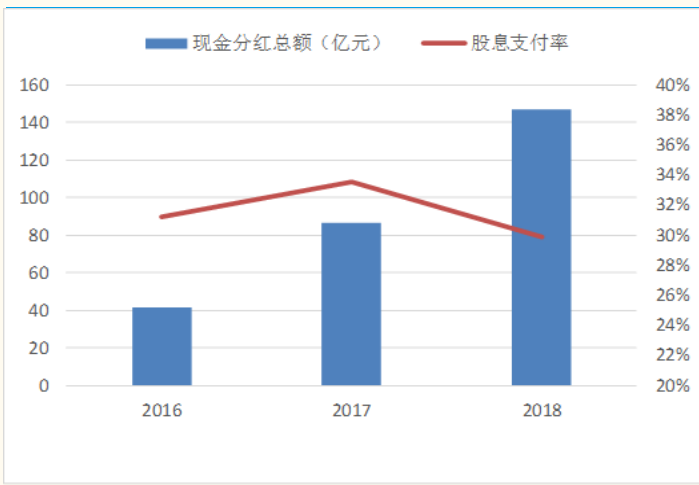
2018 年，水泥行业上市公司归母净利润合计达到 459 亿元，同比增长 96.31%；现金分红总额达到 146.68 亿元，同比增长 68.91%。2016-2018 年，行业连续三年股息支付率维持在 30%左右。2019 年上市公司年报尚未完全披露，不过从目前情况来看，归母净利润及现金分红总额将在 2018 年基础上继续增长。

图表 18：水泥上市公司利润创新高



来源：Wind，国金证券研究所

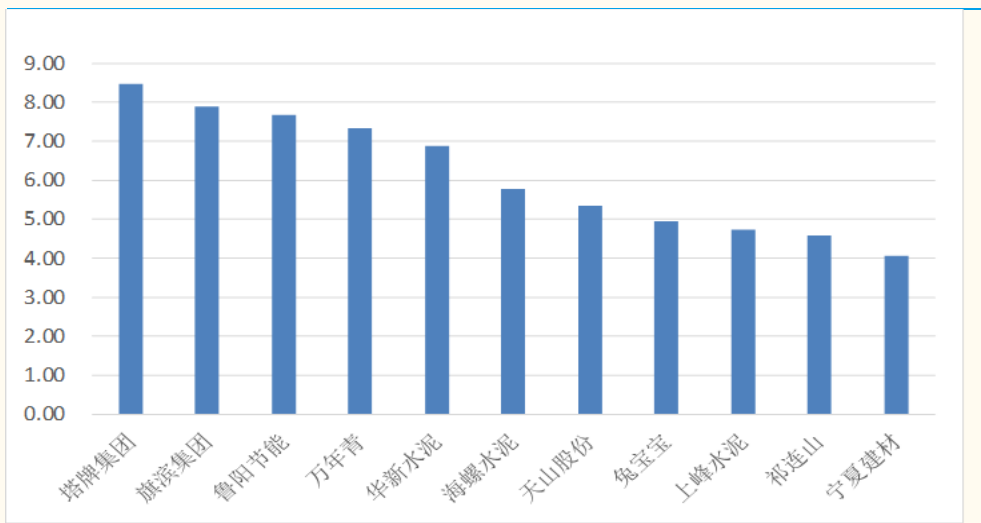
图表 19：水泥上市公司现金分红总额持续增加



来源：Wind，国金证券研究所

根据我们统计，2018 年整个建材板块股息率超过 4% 的公司 11 家，有 8 家是水泥，股息率最高的塔牌集团为 8.5%。在资产收益率下行的背景下，高股息的水泥板块受到外资和保险资金的青睐。

图表 20：水泥板块股息率高于 4% 以上公司有八家



来源：Wind，国金证券研究所

6. 估值处历史底部，有继续上行空间

水泥作为一个周期品种，其板块运行也具备周期股的特征，即：水泥价格在低位时，市场因看好未来价格的回升而给予较高的估值；水泥价格在高位时，市场则担忧价格的下滑而给予较低的估值。在水泥价格于 2017 年确定步入上行周期后，板块估值一路向下，并在 2018 年末开始筑底，随后在 7-9 倍之间震荡。当前水泥板块估值为 9.1 倍，较 2019 年四季度的 7.8 倍有所恢复，但仍然处于历史底部。

此轮水泥价格的上涨已持续了将近 4 年，其跨度之长、力度之大为历史之最，究其原因还是在于供给侧改革过程中通过错峰生产等手段使得供给端得到有效控制，供需格局持续好转。经过这些年的实践，水泥企业逐渐确立了由“量本利”向“价本利”转换的经营策略，行业错峰生产落实情况逐年向好。因此，我们认为只要需求不出现断崖式下滑，行业足以通过控制供给来动态对冲需求的变化，进而维持价格的稳定，那么基于水泥价格下滑的担忧而给予行业较低的估值或许存在一定程度偏差。

图表 21：水泥板块估值处于历史底部



来源：Wind，国金证券研究所

2020 年水泥价格中枢在 2019 年基础上继续提升的确定性较强，当前板块估值仍然有继续上行的空间。综上所述，建议关注西北水泥龙头祁连山、华北水泥龙头冀东水泥、粤东高股息水泥龙头塔牌集团、疫情好转后业绩修复的华新水泥。

- 祁连山：西北地区错峰时间较长、下游需求启动时间较晚，整体受新冠疫情影响有限。当前，西北地区水泥企业库存较低，伴随需求的恢复，宁夏、青海市场开始涨价，甘肃市场价格或将受到提振。公司主要市场在甘肃和青海，兰州地区 2020 年 Q1 价格较 2019 年 Q1 上涨 13.69%，较 2019 年上涨 1.12%；西宁地区 2020 年 Q1 价格较 2019 年 Q1 上涨 12.51%，较 2019 年上涨 1.76%。公司在 2019 年新投产的武山 4500t/d 产线将在 2020 年完全释放产能，并且公司在建的西藏两条年产 120 万吨的熟料产线也有可能于今年点火，全年水泥销量增加可期，大概率出现量价齐升的情况。根据承诺，中国建材旗下水泥企业将在 2020 年解决同业竞争问题，未来公司对地区市场掌控力将进一步增强。
- 冀东水泥：金隅冀东重组顺利完成，公司产能规模进一步扩大，位列全国第三。京津冀一体化以及雄安新区建设将持续带来区域需求增量，环保高压下的供给仍将难以放量，水泥价格有望继续上行，公司在该地区市占率超过 50%，将在一定程度受益。伴随业绩提升，公司资产负债表优化可期，财务费用或将继续减少。
- 塔牌集团：粤东地区基础设施薄弱，脱贫攻坚指引下的基建领域水泥需求旺盛，广东省财政实力雄厚，有力保障当地项目施工建设。2019 年前三季

度受雨水天气影响，区域市场需求受到压制，四季度虽有部分回补，但是我们认为仍未完全释放。若 2020 年天气条件利于施工，水泥均价将明显优于上年。公司万吨线投产在即，2020 年有望贡献 200 万吨水泥产能（2021 年还将继续释放 200 万吨），占 2019 年总产量的 10%左右，公司产品有望迎来量价齐升。公司历来注重股东回报，现金分红比例在行业内首屈一指，是典型的“高股息”标的。

- 华新水泥：作为公司核心市场的湖北省在新冠肺炎疫情中受到影响最大，水泥下游需求基本陷入停滞，给公司经营造成较大困难。随着地区生产生活的逐步恢复，区域水泥市场也将慢慢恢复元气。日前，湖北省将基础设施项目最低资本金比例由 20%调整到 15%，同时湖北省发改委已联合开行和农业发展银行设立 2000 亿元专项资金，全力保障基础设施、重点领域补短板项目的建设。在政府的强力支持下，区域水泥消费或将超出市场预期。此外，鉴于公司在新冠疫情中处理医疗危废发挥的重要作用，未来该项业务也有望获得进一步发展。

7. 风险提示

- 下游需求大幅下滑风险：水泥的下游需求与基建和房地产行业相关，如果基建领域和房地产领域的需求大幅下滑，将对水泥需求产生负面影响。
- 天气不利影响下游施工：基建和房地产施工与天气状况密切相关，如果出现洪灾、重污染天气等事件，将影响下游施工进度进而影响水泥需求。
- 疫情防控常态化对生产要素配置影响：疫情影响原材料运输、人员流动，这些会对下游施工进度产生影响。
- 水泥行业供给政策出现调整：过去几年支持水泥价格上涨的因素主要是供给，如果供给侧政策出现松动，将影响水泥的供给，对价格产生负面影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH