



建材

2021.06.05

水泥股五年，逻辑嬗变之复盘

评级:

增持

上次评级:

增持

	鲍雁辛(分析师)	黄涛(分析师)
	0755-23976830	021-38674879
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880515090001

本报告导读:

我们复盘水泥股 2017 年至今近 5 年的逻辑嬗变，尝试为投资者解答为什么 17~19 年水泥是表现最好的周期品，而 2020H2 之后水泥股落后于其他周期大宗商品的原因。

摘要:

- **维持建材行业“增持”评级：**华东、华南仍是全国最好的区域水泥资产，2017 年以来旺季价格不断抬升和企业盈利能力的大幅改善，使得市场对供给逻辑的预期已经较为充分。在疫情的冲击下 2020 年东部水泥价格仍基本稳住高位，但其区域高价效应正在发生扩散，水泥行业整体逻辑从边际逻辑到总量逻辑，从“好上加好”到“区域外溢”。我们认为 2021 年水泥股机会主要来自于仍有超越行业的成长性的个股，港股中国建材，A 股上峰水泥及华新水泥，继续推荐龙头海螺水泥。
- **2016-2019 年水泥行业复盘，水泥股本质是“边际”逻辑占优品。**我们自 2016 年领先看多水泥板块，我们提出对于水泥的三个逻辑论断“区域好于全国，边际好于总量，水泥是最好的周期品”，在 2016-2019 年的近 4 年时间里已然被市场验证并接受。回顾水泥股的连续 4 年领跑周期品，并改变了以往投资周期品的逻辑，我们认为水泥产品本身区别于大宗商品的特性（不可库存、无金融属性、不可远距离运输），边际需求端来源于华东华南经济发达区域需求的充足韧性与成长性；而供给端受到环保错峰停产、矿山资源收紧等影响，及水泥生产本身的可变成本占比高产能可控的特性，使得水泥行业从过去的“竞价”走向“竞合”，行业的供需格局持续改善，从而带动水泥股的盈利能力的持续超过市场预期。
- **2020H2 至今，疫情后强复苏大宗商品量价齐升及碳中和政策，本质是利好于“总量”逻辑占优品胜出。**后疫情时代流动性环境充裕，经济的快速复苏带动了大宗商品呈现量价齐升态势，并且在供给端受到包括碳中和政策限制情况下，可以预见大宗商品后续供需依然会保持紧平衡，价格易涨难跌。但是我们观察到 2020Q4 水泥却出现“量价背离”，明显落后于其他大宗品，究其原因，我们认为从需求侧看，虽然华东华南需求依旧领先，但随着区域“价差”扩大及“散改集”、“公转铁”等相关运输政策的陆续调整和落地，水泥短腿效应或略显弱化；而供给端初始水泥价格越高意味着在保持总量利润水平不变的情况下，相同的错峰比例需要更多的价格涨幅弥补，提价的难度也在不断增加。因此水泥跨区域流动带来外溢效应，总量逻辑或将削弱了边际逻辑。
- **远期“碳达峰、碳中和”，电解铝钢铁玻璃弹性领先。**我们认为从“碳达峰、碳中和”中远期的角度进行行业对比，虽然水泥的碳排放量居周期品第二，但是主要碳排放来自于生产端，而目前水泥行业总量角度产能利用率不及钢铁玻璃等、较低的停产成本与跨区域流动性的增强，都使得水泥行业受碳中和政策改善盈利弹性落后于电解铝钢铁玻璃等周期品。
- **风险提示：**国内货币、房地产宏观政策风险、原材料成本风险

相关报告

建材《国泰君安证券-建材行业基本面数据大全_20210529》	2021.05.30
建材《成都防水新政打响行业提标第一枪》	2021.05.30
建材《周期调整，行情并未结束》	2021.05.24
建材《国泰君安证券-建材行业基本面数据大全_20210521》	2021.05.24
建材《地产拿地速度不减，需求端韧性仍在》	2021.05.17

目 录

1. 投资逻辑.....	3
2. 水泥行业 2016-2019 年复盘：三个论断的验证	4
2.1. 水泥行业 2016-2019 年周期复盘.....	4
2.2. 三个论断的持续验证，水泥供需格局持续改善	6
2.2.1. 水泥产品的独特性，边际好于总量	6
2.2.2. 需求端：区域好于全国	7
2.2.3. 供给端：供给侧新常态，行业从“竞价”走向“竞合”	7
2.2.3.1. 新增产能受控，核心区域基本无新增产能压力扰动	8
2.2.3.2. 环保约束错峰生产常态化，有助于缓解区域产能过剩稳定价格	8
2.2.3.3. 大企业兼并重组，龙头战略改变，行业逐步从竞价走向竞合	9
3. 2020 年至今总量逻辑逐步占优，水泥“量价背离”	10
3.1. 疫情后总量逻辑凸显，水泥表现落后大宗商品	11
3.2. 分歧原因：大宗品弹性显著，碳中和背景下行业格局改善更优，水泥“外溢效应”	13
3.2.1. 2020Q4 大宗商品价格反弹，业绩弹性明显好于水泥	13
3.2.2. 碳中和，碳达峰”政策推行，中远期弹性角度水泥弱于钢铁等	14
3.2.2.1. 产能利用率角度比较	14
3.2.2.2. 产能角度：水泥异地置换产能对区域供给形成冲击，玻璃钢铁电解铝基本结束产能扩张周期	14
3.2.2.3. 水泥停产成本大幅度小于玻璃、电解铝及钢铁行业，释放更多产量弹性	16
3.2.2.4. 行业利润弹性测算：电解铝钢铁弹性占优	17
3.3. 水泥：区域外溢弱化边际逻辑，好上加好或难持续	17
3.3.1. 从边际逻辑到总量逻辑，从好上加好到区域外溢	17
3.3.2. 区域价差弱化了水泥短腿效应	18
3.3.3. 总量逻辑或削弱边际	19
3.4. 水泥股的机会来自于个股的 α	20
4. 风险提示	20

1. 投资逻辑

我们在 2021 年 1 月发布了水泥行业最新的深度思考《从边际到总量逻辑，好上加好到区域外溢》，而后大宗商品的表现明显优于水泥，验证我们判断。

我们深度复盘水泥行业近 5 年的变化趋势，尝试为投资者解答为什么 2020 年之前我们判断水泥是最好的周期品，而 2020H2 之后水泥落后于大宗商品的原因。

维持建材行业“增持”评级：华东、华南仍是全国最好的区域水泥资产，2017 年以来旺季价格不断抬升和企业盈利能力的大幅改善，使得市场对供给逻辑的预期已经较为充分。在疫情的冲击下 2020 年东部水泥价格仍基本稳住高位，但其区域高价效应正在发生扩散，水泥行业整体逻辑从边际逻辑到总量逻辑，从“好上加好”到“区域外溢”。我们认为 2021 年水泥股机会主要来自于仍有超越行业的成长性的个股，推荐港股中国建材，A 股上峰水泥及华新水泥，继续推荐龙头海螺水泥。

2016-2019 年水泥行业复盘，验证水泥股投资本质是“边际”及“区域”逻辑占优品，同时证实的我们三个判断：我们自 2016 年领先看多水泥板块，我们提出对于水泥的三个逻辑论断“区域好于全国，边际好于总量，水泥是最好的周期品”，在 2016-2019 年的近 4 年时间里已然被市场验证并接受。回顾水泥股的连续 4 年领跑周期品，并改变了以往投资周期品的逻辑，我们认为水泥产品本身区别于大宗商品的特性（不可库存、无金融属性、不可远距离运输），边际需求端来源于华东华南经济发达区域需求的充足韧性与成长性；而供给端受到环保错峰停产、矿山资源收紧等影响，及水泥生产本身的可变成本占比高产能可控的特性，使得水泥行业从过去的“竞价”走向“竞合”，行业的供需格局持续改善，从而带动水泥股的盈利能力的持续超过市场预期。

2020H2 至今，疫情后强复苏大宗商品量价齐升及碳中和政策，本质是利好于“总量”逻辑占优品种，例如钢铁玻璃股的逻辑胜出。后疫情时代流动性环境充裕，经济的快速复苏带动了大宗商品呈现量价齐升态势，并且在供给端受到包括碳中和政策限制情况下，可以预见大宗商品后续供需依然会保持紧平衡，价格易涨难跌。但是我们观察到 2020Q4 水泥却出现“量价背离”，明显落后于其他大宗品，究其原因，我们认为从需求侧看，虽然华东华南需求依旧领先，但随着区域“价差”扩大及“散改集”、“公转铁”等相关运输政策的陆续调整和落地，水泥短腿效应或略显弱化；而供给端初始水泥价格越高意味着在保持总量利润水平不变的情况下，相同的错峰比例需要更多的价格涨幅弥补，提价的难度也在不断增加。因此水泥跨区流动带来外溢效应，总量逻辑或削弱了边际逻辑。

远期“碳达峰、碳中和”，电解铝钢铁玻璃弹性领先。我们认为从“碳达峰、碳中和”中远期的角度进行行业对比，虽然水泥的碳排放量居周期品第二，但是主要碳排放来自于生产端，而目前水泥行业总量角度产能利用率不及钢铁玻璃等、较低的停产成本与跨区域流动性的增强，都

使得水泥行业受碳中和政策改善盈利弹性落后于电解铝钢铁玻璃等周期品。

表 1：重点建材上市公司盈利预测、估值、评级

重点覆盖建材上市公司估值指标汇总								
证券简称	收盘价	总市值（亿元）	PB	EPS		PE		评级
	2021/6/3	2021/6/3	对应最新财报	2021E	2022E	2021E	2022E	
海螺水泥	49.38	2616.80	1.56	7.12	7.44	6.94	6.64	增持
华新水泥	22.50	471.73	1.94	3.47	3.59	6.48	6.27	增持
塔牌集团	11.27	134.37	1.31	1.73	1.90	6.51	5.93	增持
冀东水泥	14.02	188.92	1.33	2.42	2.75	5.79	5.10	增持
金隅集团	2.79	297.91	0.64	0.34	0.37	8.21	7.54	增持
祁连山	13.28	103.09	1.31	2.46	2.70	5.40	4.92	增持
上峰水泥	20.02	162.89	2.28	3.80	4.26	5.27	4.70	增持
万年青	13.52	107.81	1.64	2.03	2.23	6.65	6.07	增持
天山股份	14.88	156.05	1.46	1.80	2.07	8.27	7.19	增持
宁夏建材	13.28	63.50	1.00	2.94	3.27	4.52	4.06	增持
中国建材	11.10	936.26	0.76	2.12	2.56	5.24	4.34	增持
华润水泥控股	8.48	592.15	1.57	1.40	1.46	6.06	5.81	增持

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

注：港股中国建材、华润水泥控股对标均为港元

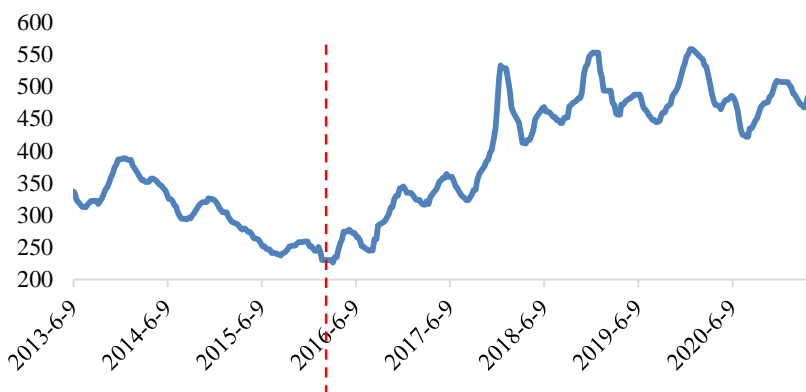
2. 水泥行业 2016-2019 年复盘：三个论断的验证

我们自 2016 年领先看多水泥板块，我们提出对于水泥的三个逻辑论断“区域好于全国，边际好于总量，水泥是最好的周期品”，水泥股本质是区域及边际逻辑占优的周期品，在 2016-2019 年的近 4 年时间里已然被市场验证并接受。

2.1. 水泥行业 2016-2019 年周期复盘

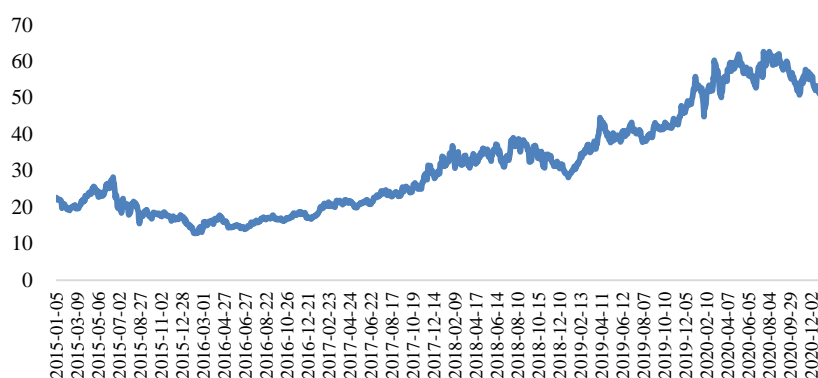
复盘水泥行业 2016-2019 年的价格走势，以华东平均 42.5 水泥价格为例，自 2016 年起逐渐抬升并不断创历史新高，同时波动性减缓，即使在疫情导致的需求出现断崖式下跌的情况下，依然高位维持，呈现出弱周期化的态势，改变了市场对于周期品的传统投资框架。

图 1：2013-2020 年华东水泥价格变化(元/吨)（淡旺季需求变化较大）



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 2：2015-2020 年海螺水泥股价变化(元)



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

与此同时，其他大宗商品表现平平，我们选取 SW 水泥、玻璃、工程机械、钢铁、煤炭等行业，可以观察到水泥行业的整体营收、利润增速远远快于其他周期品。

表 2：2017Q2-2019Q4 各板块营收同比增速（%）

行业	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
SW 水泥制造	25.32	29.2	51.65	29.43	31.73	39.70	68.93	41.55	31.55	25.13	16.08
SW 玻璃制造	54.85	20.69	13	8.85	11.35	4.53	9.74	4.55	0.63	5.67	9.53
SW 工程机械	48.79	62.41	26.22	25.52	36.61	27.21	38.65	37.23	-16.97	26.60	24.57
SW 钢铁	33.88	33.66	11.74	5.11	21.31	12.96	7.88	3.94	2.38	1.59	1.50
SW 煤炭	70.82	31.25	-3.44	2.4	7.88	6.60	16.25	9.00	5.52	5.58	6.06

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 3：2017Q2-2019Q4 各板块净利润同比增速（%）

行业	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
SW 水泥制造	96.52	38.19	149.03	292.41	90.44	122.36	73.78	57.37	26.19	20.31	18.40
SW 玻璃制造	77.15	26	-43.69	22.03	32.52	-22.36	-30.51	-22.71	-2.74	8.36	18.39
SW 工程机械	4,225.20	6,838.09	499.77	92.95	62.23	70.62	307.17	95.83	-52.82	80.53	76.60
SW 钢铁	39	430.37	366.44	93.11	174.03	22.38	-28.75	-44.14	-26.68	-45.59	-45.80
SW 煤炭	224.51	127.2	45.27	9.2	9.82	11.34	-15.85	2.39	6.23	6.99	2.49

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.2. 三个论断的持续验证，水泥供需格局持续改善

我们对于水泥有三个论断“区域好于全国，边际好于总量，水泥是最好的周期品”水泥股的本质是“边际”“区域”逻辑占优的周期品。

2.2.1. 水泥产品的独特性，边际好于总量

我们认为导致 2016-2019 年水泥明显跑赢大宗商品的一个重要原因来源于水泥独特的产品特征：不可库存、不可回收、无金融属性的特性，产能随时可以关停，同时“短腿效应”决定了水泥是区域产品，而水泥华东华南市场集中度高，可变成本占比高的成本结构有利于价格的上涨。

水泥遇水凝结，因此不能露天堆放，需要入库储存。而水泥单价较低，仓库储存成本高昂，性价比较低，因此水泥通常意义上被认为不可储存，这就使得水泥没有贸易商库存、期货价格对于现货价格进行扰动。而“**短腿效应**”决定了水泥是区域产品，水泥单价较低而运费高昂，因此单价较低的水泥不值得花费高昂运费进行长距离运输，水泥运输半径一般为陆运 200 公里，水运 500 公里，运程较短，存在“短腿效应”。所以区别于大宗商品需求对应的是全国需求，水泥价格反映的是区域内的供需情况，具有极强的区域特性。

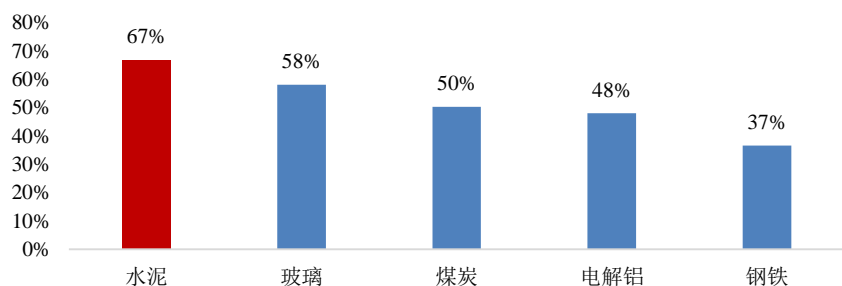
表 4: 水泥运距与运费

运输距离	运输费用		
	运输方式	单价(元/吨公里)	千公里运价(元/吨)
≤200 公里	铁路	0.09-0.1	90-100
≤200 公里	公路	0.4-0.5	400-500
≤500 公里	水运	0.04-0.05	40-50

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

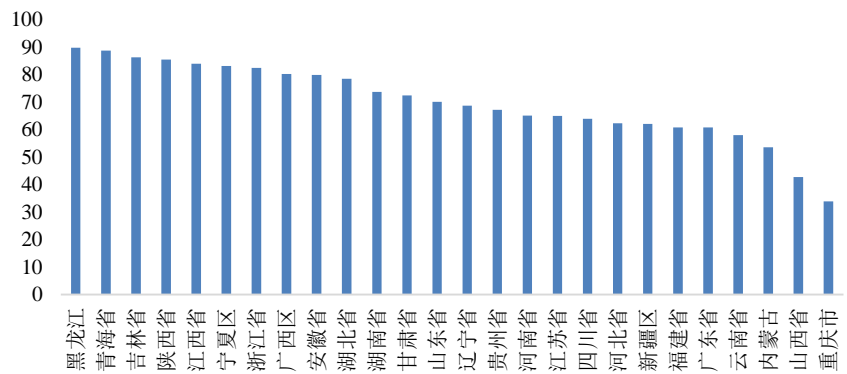
同时重点区域的华东南水泥行业集中度高，供需格局更好。相较于其他大宗商品较为分散的集中度，水泥核心区域的华东、中南市场集中度很高（例如浙江、安徽及湖北等地 CR5 产能集中度达到 80% 左右），高度集中的行业格局在需求端稳定情况下更有利于价格的稳定与抬升。

图 3: 2020 年各类大宗商品 CR10 (%)



数据来源：数字水泥网，玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 4: 2020 年分省前五大主要企业集中度(%)



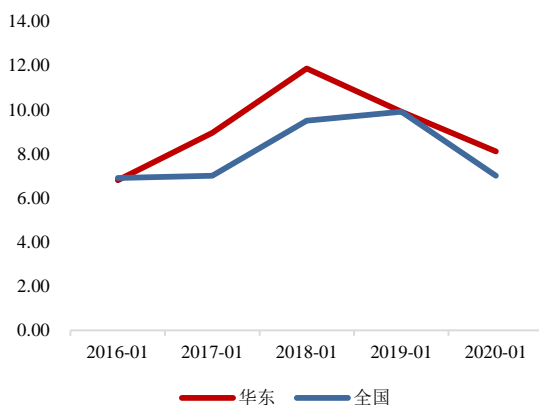
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.2.2. 需求端：区域好于全国

我们对于 2016-2019 年水泥行业的核心判断，核心一点就是区域好于全国，无论是从水泥产量指标还是房地产等投资相关指标，华东华南都远远跑赢全国水平，印证“区域好于全国”，华东华南是全国最好的水泥投资区域。

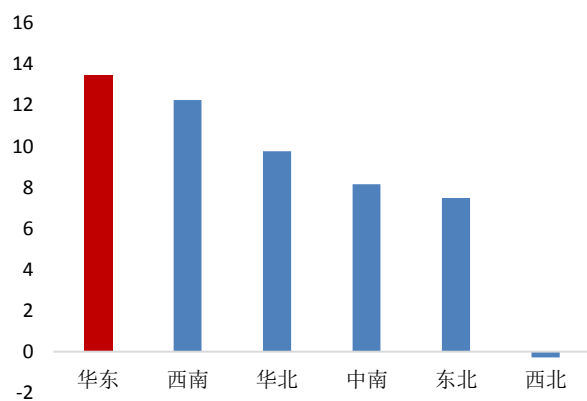
纵观 2016 年至今，需求端呈现出较强的区域分化现象，华东华南领跑全国，印证区域好于全国的逻辑。2016 年-2019 年，无论是从房地产投资完成额、房屋竣工开工面积、商品房销售面积，还是从水泥产量增速来看，华东华南都是水泥行业的最好区域，且持续好于全国水平。

图 5： 2011-2020 年房地产投资完成额增速 (%)



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 6： 2015-2019 年水泥产量累计增速 (%)



数据来源：wind，国泰君安证券研究

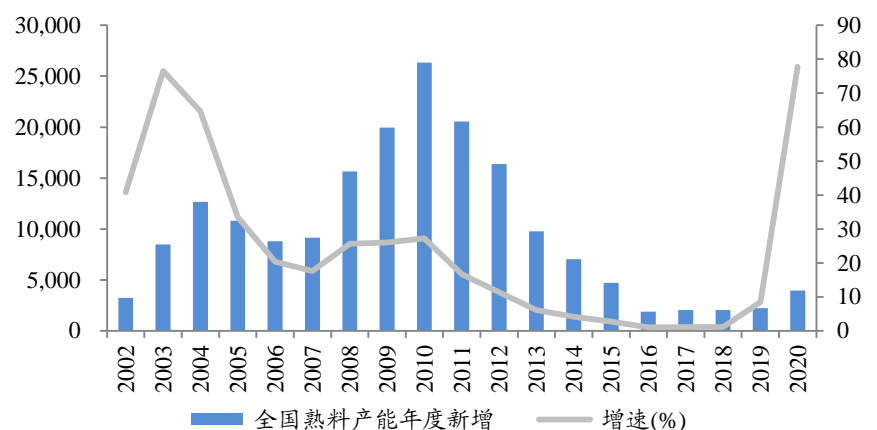
2.2.3. 供给端：供给侧新常态，行业从“竞价”走向“竞合”

我们认为主导水泥 2016-2019 年超预期行情的核心来自于供给端，在行业新增产能受到政策严控情况下，环保的错峰停产等明显改善了部分区域供需失衡态势，有助于价格稳定。金隅冀东两家京津冀头部企业整合，带来了区域价格的大幅抬升，也证明了在区域集中度较高情况下，水泥头部企业对于区域价格是有明显定价能力的；而随着行业龙头的战略改变，使得水泥行业从过去的“竞价”走向“竞合”，行业的供需格局持续改善，从而带动水泥价格的持续超过市场预期。

2.2.3.1. 新增产能受控，核心区域基本无新增产能压力扰动

2009年9月，国务院38号文《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》明确提出，严格控制水泥行业新增产能。我们观察到自2010-2013年水泥行业新增产能投放达到峰值后，整体水泥行业的新增产能压力出现了明显下降，2016-2019年每年的新增产能压力基本保持在1%-2%之间，且核心的华东区域几无新增产能，华南区域的新增产能也较为可控。

图 7：2012-2020 年全国水泥产能增速（万吨）



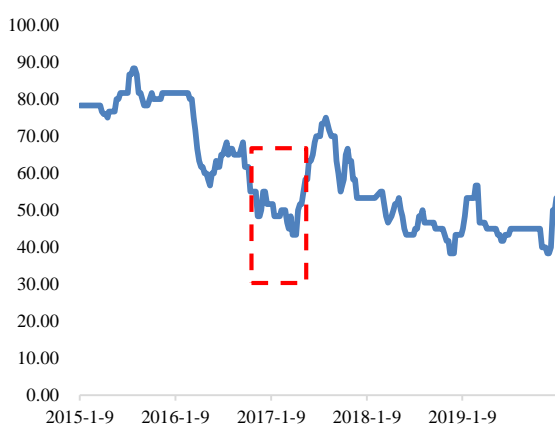
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

2.2.3.2. 环保约束错峰生产常态化，有助于缓解区域产能过剩稳定价格

我们观察到，从2016年开始，随着京津冀的环保问题愈加严重，错峰停产政策开始走上历史舞台，水泥企业将从冬季的11月15日停产至来年的3月15日，停产时间明显高于之前行业惯例一年停产的55天；随后，错峰停产的政策范围由北至南、由北至南逐步扩大，逐渐成为常态。

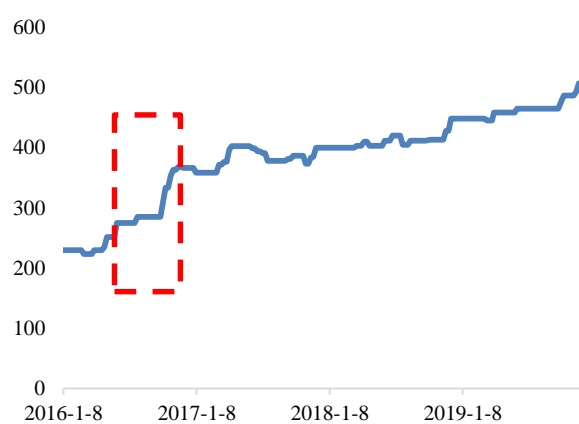
我们认为错峰停产的常态化有助于缓解区域内产能过剩格局，有助于价格的稳定。自2016年底“错峰停产”以来，根据数字水泥网数据，京津冀水泥库容中枢由2016年的82%降至2017-2019年的45%-50%，价格水平也有明显提升。

图 8：2017 年起京津冀库存中枢明显下摆



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

图 9：2017 年以来京津冀水泥价格持续修复（元/吨）



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 5: 2017 年全国各地区错峰生产计划

地区	省市	停产时间安排
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	2016 年 11 月 15 日至 2017 年 3 月 31 日
	北京、天津、河北、内蒙古	2016 年 11 月 15 日至 2017 年 3 月 15 日
华北地区	山东	2016 年 12 月 16 日至 2017 年 3 月 15 日
	山西	2016 年 12 月 1 日至 2017 年 3 月 31 日
中南地区	湖南	2017 全年原则上不少于 100 天
	湖北	2017 全年停窑 100-110 天, 一季度 40 天
	广东、广西	2017 全年停窑 40-45 天, 一季度 20 天
	河南	2016 年 11 月 9 日至 2017 年 3 月 15 日
西北地区	陕西	2016 年 12 月 1 日至 2017 年 3 月 10 日
	宁夏	2016 年 12 月 1 日至 2017 年 3 月 10 日
	青海	2016 年 12 月 1 日至 2017 年 3 月 10 日
	甘肃	2016 年 12 月 1 日至 2017 年 3 月 10 日
	新疆	2016 年 11 月 1 日至 2017 年 3 月 31 日
	福建	2016 年 10 月至 2017 年 3 月停窑 40 天
华东地区	江苏	2017 一季度 45 天, 梅雨、高温期间 30 天
	浙江	春节停窑 2017 年 1 月 10 日至 2 月 15 日
	江西	2017 全年 70 天, 一季度 40 天
	安徽	巢湖地区计划一季度停产 40-45 天
	山东	2016 年 11 月 15 日至 2017 年 3 月 15 日
	四川	2017 全年 120 天, 一季度 30 天
西南	贵州	黔北地区一季度停窑 30-45 天, 全年限产 90-120 天
	云南	1-2 月份停窑限产 25-35 天

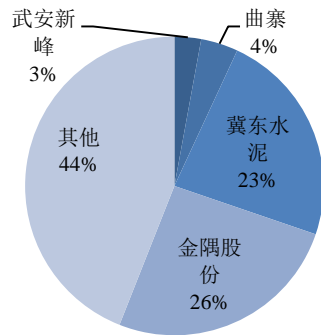
数据来源: 中国水泥网, 国泰君安证券研究

2.2.3.3. 大企业兼并重组, 龙头战略改变, 行业逐步从竞价走向竞合
 我们观察到 2016 年开始, 金隅冀东整合, 中国建材集团与中材集团整合使得水泥行业集中度进一步提升。而金隅冀东两家京津冀头部企业整合, 带来了区域价格的大幅抬升, 也证明了在区域集中度较高情况下, 头部企业对于区域价格是有明显定价能力。

我们认为龙头水泥行业逐步从竞价走向竞合, 错峰生产改变了水泥淡旺季供给与需求的匹配, 也助力了水泥行业盈利的持续超预期。

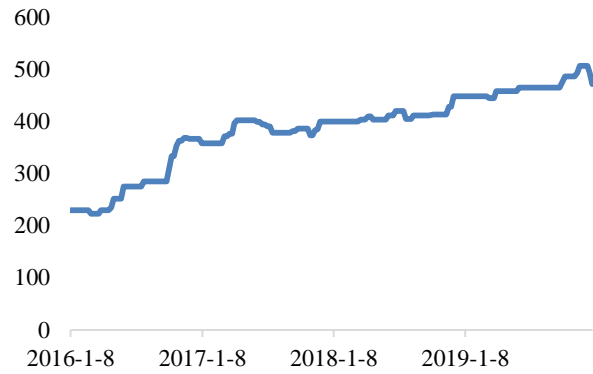
图 10 金隅股份、冀东水泥京津冀产能占比

图 11 京津冀水泥价格自金隅冀东整合后大幅抬升 (元/吨)



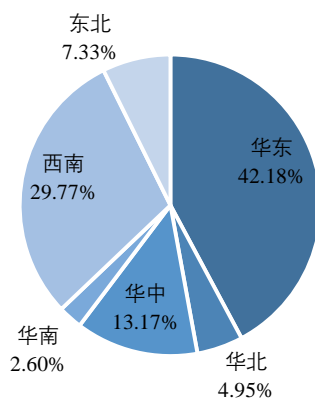
数据来源：水泥协会，国泰君安证券研究

图 12 中国建材分区产能构成



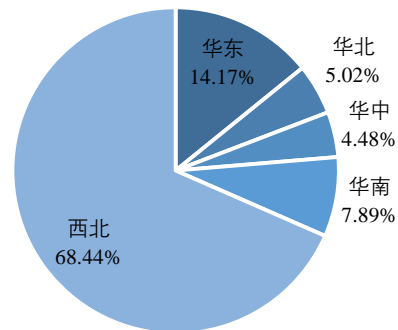
数据来源：水泥协会，国泰君安证券研究

图 13 中材集团分区产能构成



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 14: 海螺水泥毛利率持续提升 (%)



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 15: 行业利润持续创历史新高 (亿元)

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究 注：2019 年海螺毛利率为公司自产自销

数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

3. 2020 年至今总量逻辑逐步占优，水泥“量价背离”

2020H2 至今，疫情后强复苏大宗商品量价齐升及碳中和政策，本质是利好于“总量”逻辑占优品种，例如钢铁玻璃股的逻辑胜出。

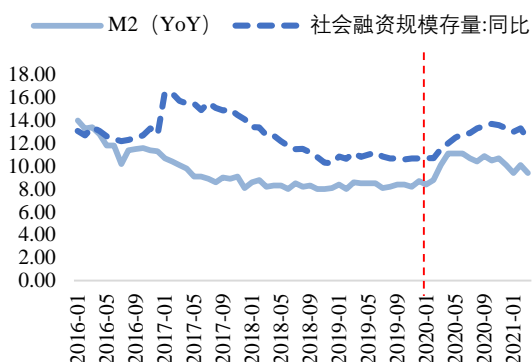
同时就行业自身而言，区域价差扩大及“散改集”、“公转铁”等相关运

输政策的陆续调整和落地，水泥短腿效应或略显弱化；而供给端初始水泥价格越高意味着在保持总量利润水平不变的情况下，相同的错峰比例需要更多的价格涨幅弥补，水泥跨区流动带来外溢效应，总量逻辑或削弱了边际逻辑。

3.1. 疫情后总量逻辑凸显，水泥表现落后大宗商品

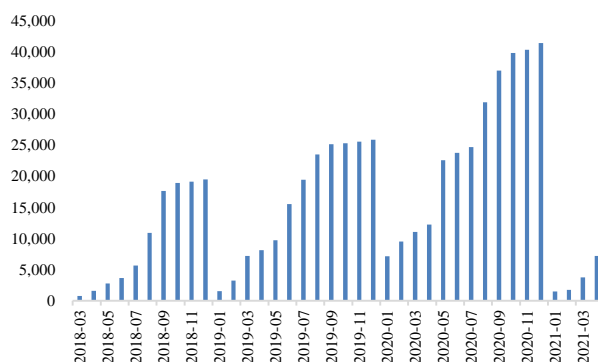
我们认为疫情后，积极的财政政策叠加货币政策带动宏观经济快速从疫情的影响中恢复，基建投资、地产投资成为经济复苏的主要抓手。从中观的周期品需求角度可以观察到，钢铁、电解铝、玻璃等需求 2020H2 逐步创出历史新高，库存持续新低。

图 16: 2020 年疫情后 M2 增速和社融规模创新高，流动性保持合理充裕



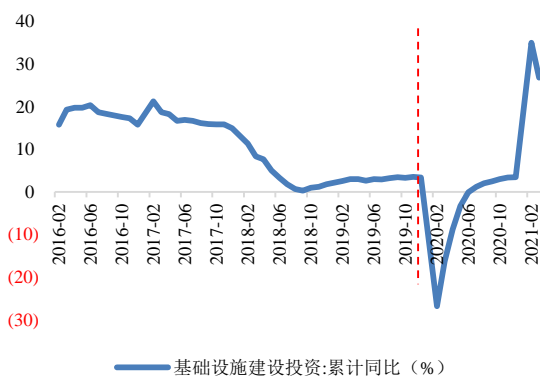
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 17: 疫情后专项债券发行累计额大幅增加(亿元)



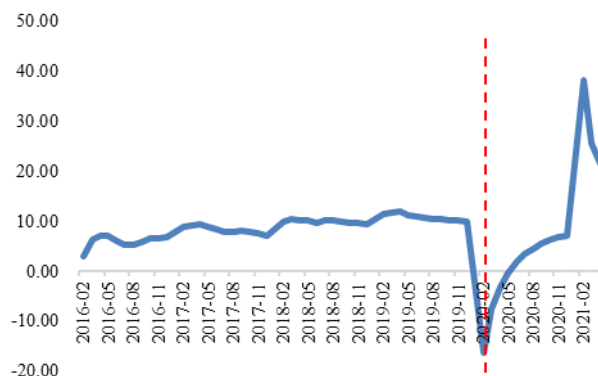
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 18: 疫情后基础设施建设投资大幅上升(%)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 19: 疫情后房地产投资完成额增速大幅上升(%)

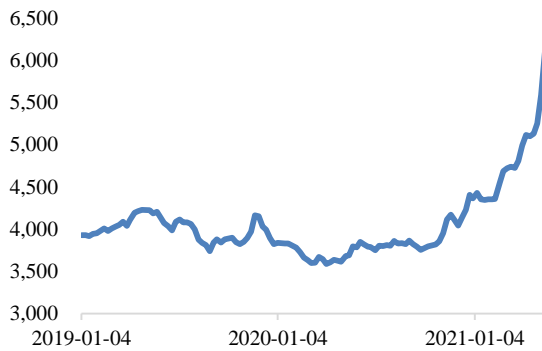


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

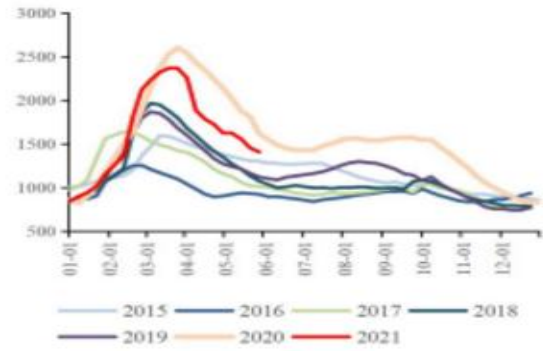
大宗商品集体量价齐升。我们观察到 2020H2 开始，大宗商品量价齐升，全国玻璃均价从 2020 年 5 月份 1334.75 元/吨一路上升至 2020 年 12 月底 2179.13 元/吨，并且 2021 年 5 月已经继续上涨至 2700 元/吨。而螺纹钢价格近期期货价格突破 6000 元/吨大关，其他周期品价格均陆续创历史新高。

图 20: 2019 年至今螺纹钢价格变化 (元/吨)

图 21: 5 大品种钢材社会库存下降 (万吨)

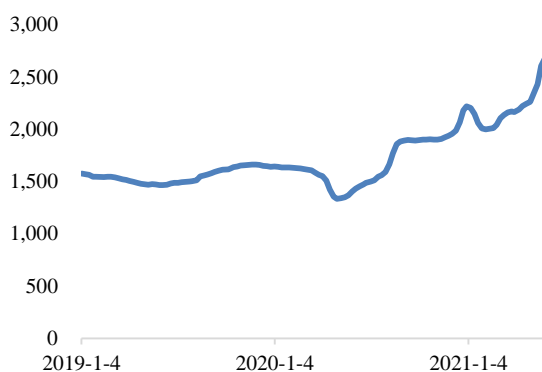


数据来源: wind, 国泰君安证券研究



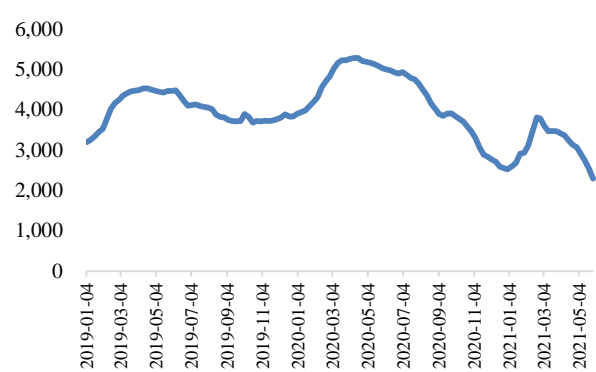
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 22: 2019 年至今玻璃均价变化 (元/吨)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

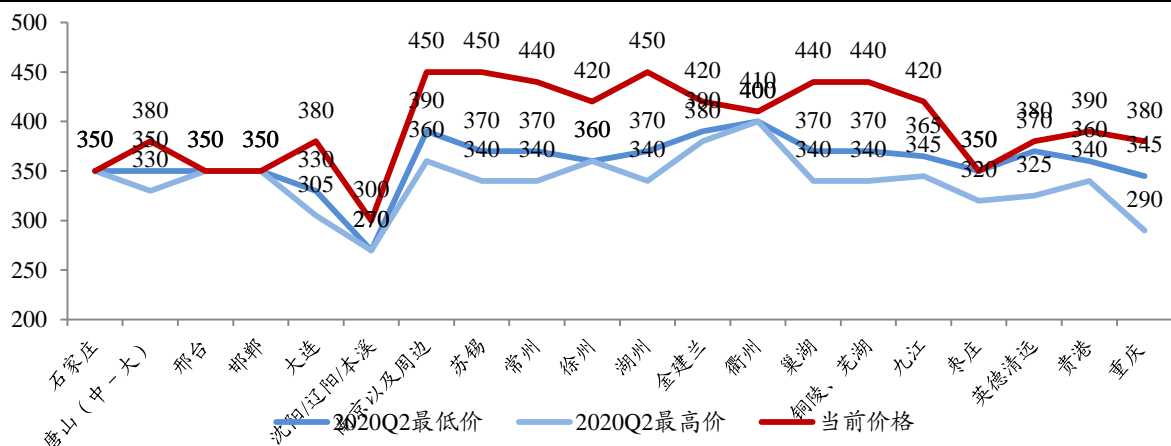
图 23: 2019 年至今玻璃库存情况 (万重箱)



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

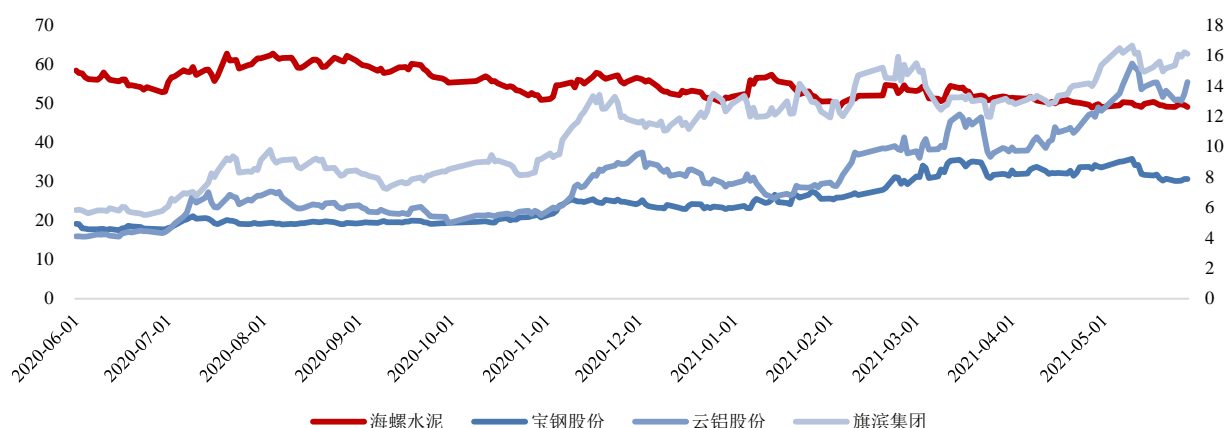
而与此同时，虽然水泥价格春节后华东熟料价格持续上涨 5 轮创历史新高，水泥价格也已经普遍涨幅达 3 轮以上，但整体水泥板块股价表现明显弱于其他周期品。

图 24: 全国重点城市熟料价格与 2020 年同期水平对比 (单位: 元/吨)



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 25: 2020 年 6 月至今，海螺水泥、宝钢股份、云铝股份、旗滨集团股价图 (单位: 元)



数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.2. 分歧原因：大宗品弹性显著，碳中和背景下行业格局改善更优，水泥“外溢效应”

我们认为导致周期品行情中水泥板块表现弱与其他的主因在于板块盈利弹性及“碳达峰、碳中和”背景下格局边际改善较其他周期品更弱。同时水泥板块 2020Q4 出现“量价背离”，外溢效应，导致总量的逻辑逐步削弱边际逻辑。

3.2.1. 2020Q4 大宗商品价格反弹，业绩弹性明显好于水泥

从周期品的投资逻辑角度，我们认为市场更倾向于选择行业景气度抬升，供需格局出现明显变化，业绩显现弹性的行业。我们观察到 2020Q4 开始，随着宏观需求的快速复苏，钢铁、煤炭、玻璃等大宗商品价格大幅上涨，带动上市企业业绩同比大幅提升，2021 年或迎来行业业绩整体爆发。而反观水泥，2020Q4 水泥“量价背离”，2021 水泥板块盈利应该以稳为主，弹性明显落后于其他周期品。

表 6：2018Q2-2021Q1 各板块营收同比增速（%）

行业	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
SW 水泥制造	41.55	31.55	25.13	16.08	-23.67	-1.41	6.12	9.88	55.61
SW 玻璃制造	4.55	0.63	5.67	9.53	-17.40	-4.77	0.93	8.00	80.00
SW 工程机械	37.23	-16.97	26.60	24.57	-9.88	15.60	24.38	30.17	87.58
SW 钢铁	3.94	2.38	1.59	1.50	-6.03	-4.43	-1.88	4.74	49.46
SW 煤炭	9.00	5.52	5.58	6.06	-6.08	-5.65	-3.45	-0.37	24.81

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 7：2018Q2-2021Q1 各板块净利润同比增速（%）

行业	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
SW 水泥制造	57.37	26.19	20.31	18.40	-34.01	-7.99	3.03	7.69	50.38
SW 玻璃制造	-22.71	-2.74	8.36	18.39	-7.53	6.03	41.63	138.37	510.84
SW 工程机械	95.83	-52.82	80.53	76.60	-26.50	22.84	36.26	56.23	156.41
SW 钢铁	-44.14	-26.68	-45.59	-45.80	-41.36	-36.83	-9.70	11.95	236.01
SW 煤炭	2.39	6.23	6.99	2.49	-26.10	-24.79	-9.94	-9.35	64.20

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

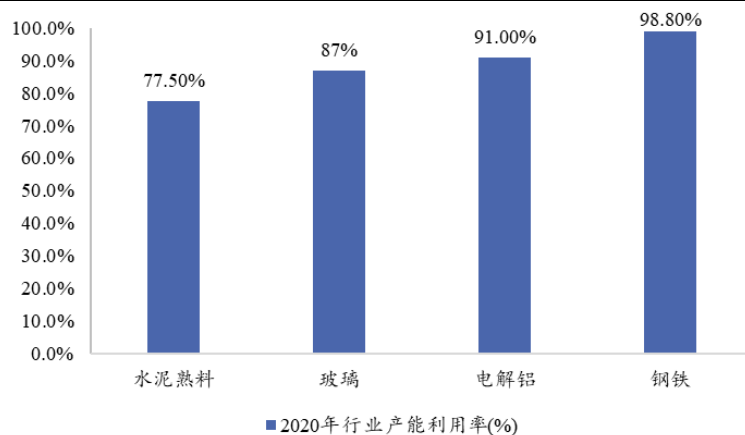
3.2.2. “碳中和，碳达峰”政策推行，中远期弹性角度水泥弱于钢铁等
 从推动“碳达峰、碳中和”中远期弹性角度观察，产能利用率、新增产能、后续复产成本将决定行业在突破供需临界点后的盈利弹性，我们认为电解铝、玻璃、钢铁优先，水泥弹性依然相对较弱。

3.2.2.1. 产能利用率角度比较

我们认为从产能利用率角度分析，未来政策在“碳达峰、碳中和”背景下，压缩相应行业产能，限制产能发挥，那么总量角度越高的产能利用率可能带来的就是越高的价格弹性，水泥行业整体产能利用率 79% 是低于钢铁行业的约 90%+、电解铝行业 91% 以及玻璃行业 92%（在产产能/在产+冷修产能，剔除冷修名义的长期停产线，真实产能利用率为 92%）的；同时具体到区域，全国需求最好的华东华南 2020H2 在供给受限下，需求出现“外溢”效应，南下及海外进口熟料弥补了区域需求缺口的同时也压制了价格的提升。

根据冀东水泥年报披露，截至 2020 年底，全国新型干法水泥生产线 1,609 条，设计熟料产能约 18.35 亿吨，2020 年熟料实际产量 15.8 亿吨，产能利用率 77.5%。但水泥是短腿产品（陆运 200 公里，水运 500 公里），偏北方的过剩程度较高其实与华东及南方市场关联度不大。但是我们对比 2020 年底钢铁行业产能利用率近满产、电解铝行业 91% 以及玻璃行业 87%，可以看到总量角度，水泥行业产能利用率是低于钢铁、电解铝及玻璃的。

图 26：水泥行业目前产能利用率低于钢铁、玻璃及电解铝



数据来源：wind，数字水泥网，玻璃信息网，国泰君安证券研究

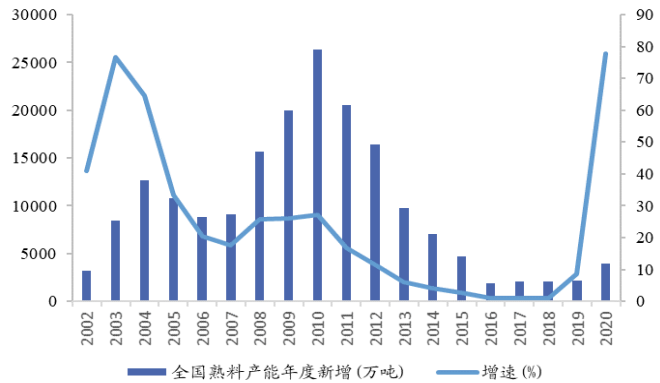
3.2.2.2. 产能角度：水泥异地置换产能对区域供给形成冲击，玻璃钢铁电解铝基本结束产能扩张周期

根据数字水泥网数据，2020 年新增 26 条生产线，供给新增产能 3940 万吨，新增产能压力约 2.1%；根据数字水泥网估算 2021 年新增水泥产能仍在 4600 万吨左右，较 2020 年有部分提升。

根据数字水泥网数据，2020 年新增 26 条生产线，供给新增产能 3940 万

吨，新增产能压力约 2.1%；根据数字水泥网估算 2021 年新增水泥产能仍在 4600 万吨左右，较 2020 年有部分提升。

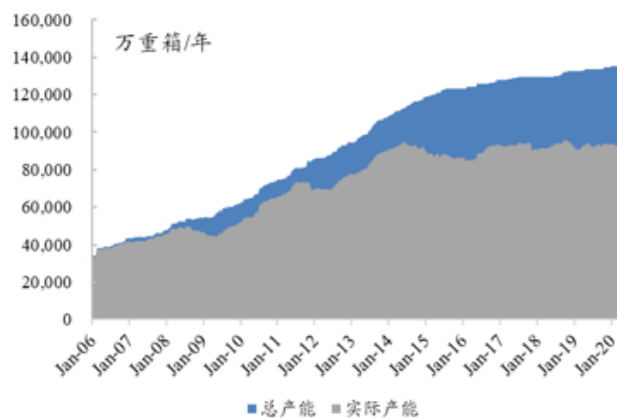
图 27：水泥行业减量置换政策，2020 年新增产能压力 2.1%



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

再观玻璃行业，2014 年后政府停止审批新线指标，同时于 2020 年 1 月叫停“僵尸”产线（已停产两年或三年内累计生产不超过一年产线）产能置换，新建线指标以及僵尸产能变相置换的通道已然关闭。而 2015 年后玻璃即进入冷修高峰期，高窑龄产线成为滚动调控阀。我们观察到 2015 年后玻璃行业总产能增量有限，而在产产能基本维持在 9 亿中向上下，鲜有增加。

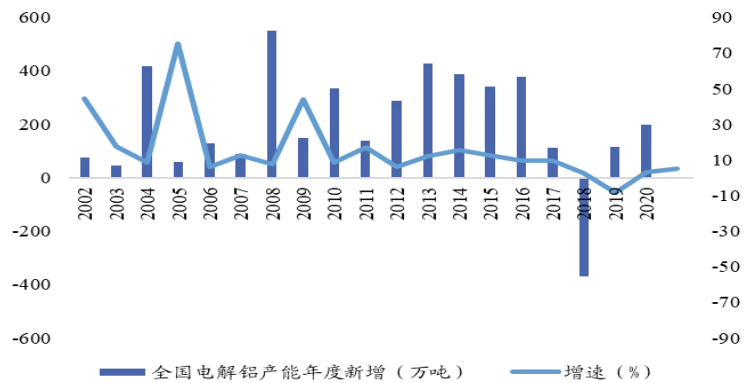
图 28：2015 年后浮法在产产能基本维持平稳



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

我们观察到电解铝行业在 2017 年供给侧改革后开始减产，2018 年经历了电解铝产能置换大潮，共计 272 万吨产能宣布淘汰并进行置换。截至 2020 年 12 月，全国电解铝建成产能规模已超 4300 万吨/年，建成产能已经逼近合规产能红线约 4500 万吨/年。碳中和背景下将进一步严控电解铝产能增长，预计未来几年增长空间十分有限。

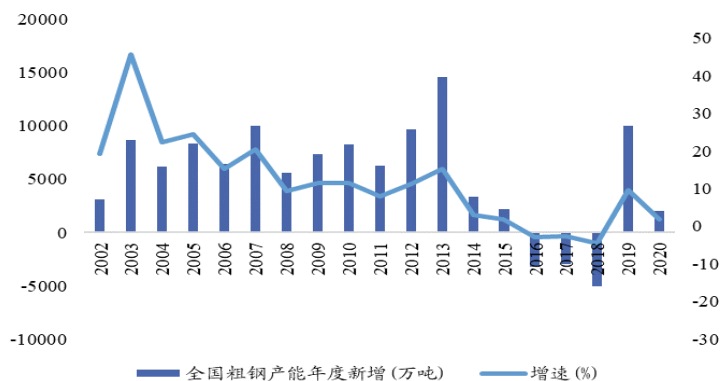
图 29：电解铝行业供给侧改革，严控新增产能增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

我们观察到钢铁行业自 2016 年供给侧改革开始钢铁产能连续三年削减, 2016 至 2018 年共压减了 1.45 亿吨表内产能。截至 2020 年 12 月, 全国粗钢产能规模已超 11.7 亿吨/年。2018 年钢铁行业开始实施行业产能置换, 后续与碳中和政策要求两相发力, 预计 2021 年钢铁产能增量较为有限。

图 30: 钢铁行业减量置换政策，产能新增较为有限



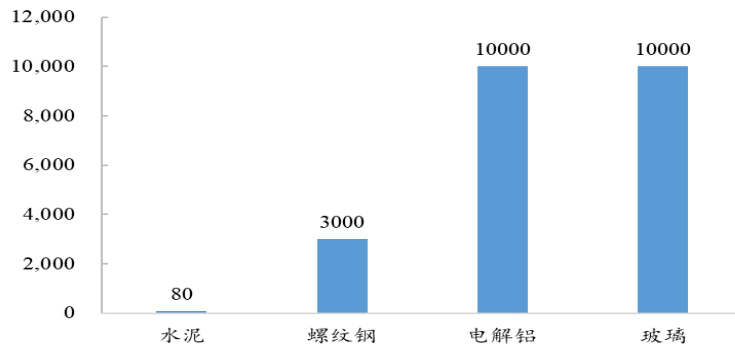
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2.2.3. 水泥停产成本大幅度小于玻璃、电解铝及钢铁行业，释放更多产量弹性

我们认为另一个需要考虑的问题在于短期内受到政策限制错峰限产后，不同行业的复产成本，这决定了产能恢复的速度及要求后续的价格补偿。

我们认为由于水泥生产可变成本占比高的特性，我们估算一次性停产复产成本远远低于电解铝、玻璃、钢铁的复产成本，在产量方面的弹性明显大于后面三个行业。

图 31: 水泥、玻璃、电解铝及钢铁行业单一生产线开关（冷修）成本（万元）

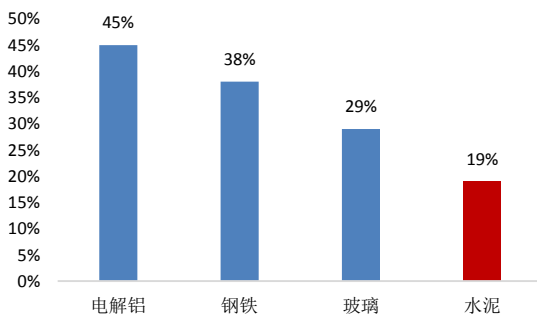


数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.2.2.4. 行业利润弹性测算：电解铝钢铁弹性占优

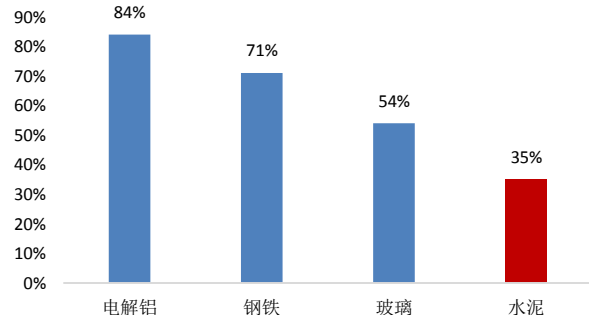
我们分别根据 2020 年水泥、玻璃、钢铁、电解铝三个行业的利润总额进行了敏感性分析，在未来“碳达峰、碳中和”的政策下，减量提价的情况下，可以看到四个行业利润的弹性排序为电解铝-钢铁-玻璃-水泥。

图 32：各大宗商品在总产量-5%，价格+5%下的盈利弹性（%）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 33：各大宗商品在总产量-10%，价格+10%下的盈利弹性（%）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

3.3. 水泥：区域外溢弱化边际逻辑，好上加好或难持续

3.3.1. 从边际逻辑到总量逻辑，从好上加好到区域外溢

我们从 2017 年初开始推荐水泥，尤其是东部水泥，在供给侧叠加区域需求强于全国的双重逻辑下，“边际”好于“总量”，海螺等头部企业均走出了戴维斯双击行情。而站在当前时间点上，基于对行业属性及供需变化的判断，我们认为过去东部领跑、好上加好的逻辑已经发生了转变，水泥价格高位企稳后区域外溢效应代表的总量逻辑或将代替边际逻辑成为理解水泥行业的关键。

图 34：好上加好逻辑下，海螺水泥股价实现戴维斯双击



数据来源：wind，国泰君安证券研究

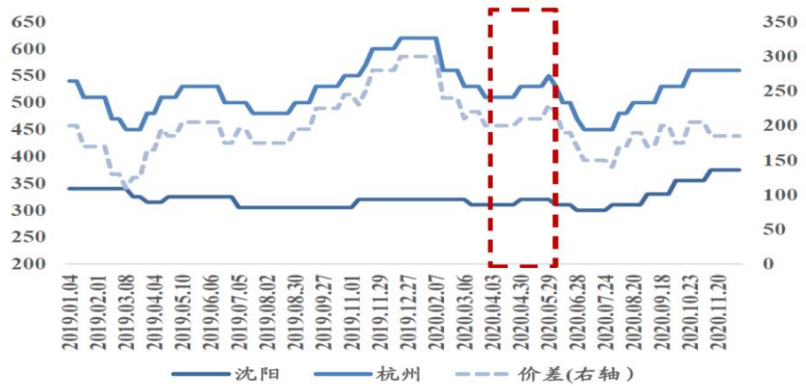
3.3.2. 区域价差弱化了水泥短腿效应

水泥“短腿”是一个相对概念。过去我们判断水泥“区域好于全国”的一个大前提是水泥本身存在的短腿效应，因此区域价格优势不易发生外溢，需求好的地方会更好，区别于钢铁是全国运输的总量逻辑。但短腿效应是一个相对的概念，并不意味着水泥不适合长距离运输，而是过去单吨价格较低的水泥不值得花费高昂运费进行长距离运输，短腿背后是性价比问题。而当东部水泥旺季价格抬升至 500 元/吨以上的历史高位时，从低价地区运往高价地区就变成了一件经济性好的事情，一个明显例子是东部地区 2020 年来经历的东北、越南水泥的输入加速。

东部价差引起外部水泥输入。东北水泥南下主要有两条线路：1) 水运：辽宁水泥熟料在当地工厂装箱后，经盘锦港/营口港出海、南通港中转，再通过内河运输抵达浙江德清港区；2) 陆运：吉林水泥熟料通过亚泰铁路专用线开往山东济南湖田站，全程近 1700 公里。

根据中国水泥网相关数据以及我们的测算，辽宁至长三角腹地近 2000 公里距离，整体物流费用（运费加上装卸等费用）在 100-150 元/吨，吉林到山东铁路运输距离 1700 公里运费价格在 200-250 元/吨。因此在华东熟料价格站上 400 元/吨之前东北和华东水泥价差基本被运费抹平，南下情况并不明显。而伴随着华东与东北水泥价差的不断增大以及“散改集”、“公转铁”等相关政策带来整体运费降低，增加了水泥熟料长距离运输的经济性。在 2020 上半年疫情期间，公路免费且华东水泥价格率先回暖的背景下，这种跨区输入表现的尤为明显。

图 35：2019-2020 年杭州-沈阳高标水泥价格差(元/吨)



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

表 8: 运价上水路<铁路<公路

运输方式	单价 (元/吨公里)	千公里运价 (元/吨)
铁路	0.09-0.1	90-100
公路	0.4-0.5	400-500
水运	0.04-0.05	40-50

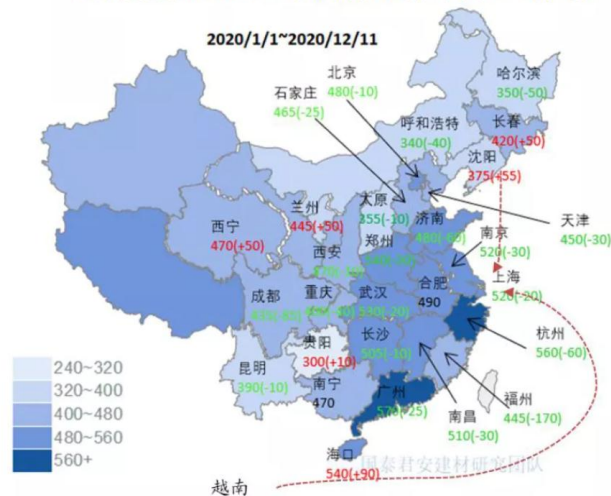
数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

越南方面，数字水泥网数据显示，2020 年我国水泥和熟料进口量继续保持快速增长趋势，进口水泥熟料总量为 3337 万吨，同比增长 47%，其中越南进口熟料 1980 万吨，已经连续 4 年保持对我国水泥熟料进口总量第一位，熟料进口量占总进口量的 59%。

按照竞争对手边际产能成本定价原则，东部水泥价格高点受到水泥跨区移动影响，尽管目前华东水泥输入量仍在可控范围内，且区域格局为价格保底，但外来者一旦建立稳定渠道将对长期区域格局造成影响。

图 36: 东部价差引起外部水泥输入

全国重点省区 P.O42.5 水泥价格地图 (单位: 元/吨)



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

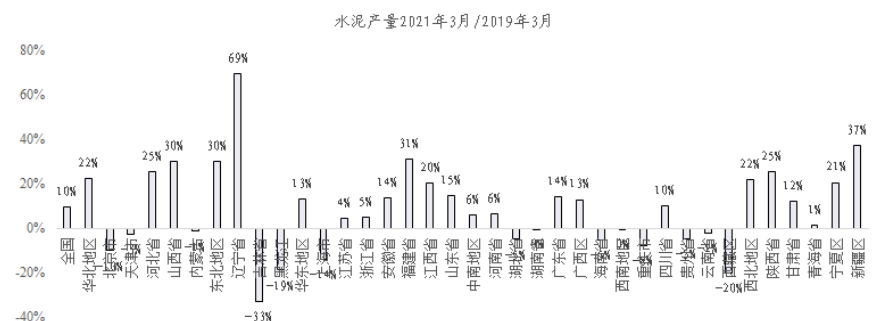
3.3.3. 总量逻辑或削弱边际

水泥全国总量需求恢复态势仍然强劲。2021 第一季度全国累计水泥产量

4.39 亿吨，同比增长 47.3%，上年同期为下降 23.9%；较 2019 年一季度增长约 12.1%（按绝对量对比），两年平均增长约 5.9%；3 月份，全国单月水泥产量 1.97 亿吨，同比增长 33.1%，2021 年一季度水泥需求达到历史同期较好水平，需求实际情况明显超预期。

东北地区水泥产量高速增长证明华东的需求外溢已经发生。东北地区 1 季度水泥产量以 19 年为基期增长 33.44%，其中三月产量增长 29.88%，较 20 年 12 月 34.69% 的同增依旧保持高增速。辽宁同比 19 年增速高达 70%。南下成为东北区域市场的核心要素，华东需求的外溢得到验证。我们认为这种效应将在今年得到有序扩大，东北有望成为东南沿海发达地区熟料输出地，但我们判断 2021 年东北区域在“推进泛东北水泥产业结构调整领导小组”带动下格局有望优化。

图 37：2021 年一季度东北水泥仍维持高速增长



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

3.4. 水泥股的机会来自于个股的 α

我们认为 2021 年水泥股机会主要来自于仍有超越行业的成长性的个股，推荐港股的中国建材，A 股上峰水泥及华新水泥。

水泥虽然是碳排放大户，但是从具体碳排放看，生产过程中碳排放占总量的 60% 左右（碳酸钙分解），剩下 40% 为燃煤消耗。碳中和保证了供给端力度不会变弱，一定程度上夯实了水泥淡季价格底座；

水泥板块防御属性与配置价值凸显。我们对核心发达地区水泥行业的需求一直较为乐观，需求端保持充足的韧性甚至一定成长性，但供给端跨区域流动或更为通畅，整个价格中枢以稳定为主难以更高价格中枢，简而言之即“量增价平”。海螺等多数企业充分净现金状态，全年业绩同比展望稳中有升概率较大，但全年业绩的大幅弹性不应有过高预期。因此更占优在于防御属性和配置价值凸显。较大弹性品种或主要在中国建材等有较大修复空间的个股等。

4. 风险提示

地产新开工大幅下滑风险。水泥行业下游主要由地产和基建需求构成，与地产新开工相关程度较高，若在三条红线下地产拿地放缓导致新开工下滑超预期，对水泥盈利能力有较大负面影响。

熟料进口量超预期。16 年供给侧改革逐步收紧后，我国水泥供需格局逐步改善，尤其是华东地区已经从水泥熟料出口地转变为进口地。随着行业格局优化我国熟料价格中枢也在逐年抬升，越南等较廉价的进口熟料可能对华东市场造成冲击。

分析师声明

免责声明

[illegible]