



建材

周期品产业链调研之三：水泥——价格淡季不淡，短期博弈涨价

调研纪要

要点

我们调研了华北某大中型水泥企业，了解水泥行业近期变化和公司经营情况，以下为主要调研纪要：

1) 区域整合带动水泥涨价，盈利大幅改善。区域龙头企业整合带动水泥价格大幅上涨，全年公司水泥价格累计上涨近 100 元/吨，带动四季度单季吨毛利恢复至 50 元左右水平。

2) 一季度需求表现：1~2 月量淡价不淡，预计 3 月区域需求回归正常。公司介绍，由于春节错位因素，预计今年 1~2 月水泥销量相比 11 月份峰值时期下降近 40%；但受益于整合协同及区域错峰生产，1~2 月份水泥价格维持在 230 元/吨的较高位水平。传统元宵节过后半个月区域需求将会启动，预计 3 月初将会看到明显的磨机开工率提升，需求回归正常水平。

3) 2017 年需求展望：预期同比增长 5%。公司预测，未来京津冀地区水泥需求维持平稳增长的水平，增速 5~10%（高于全国平均）。需求主要来自交通建设（未来三年铁路和公路各 2000 公里左右）和北京向河北疏散人口及产业转移拉动的水泥需求。目前在建的基建项目主要包括京张高铁、区域内地铁及京津冀区域断头路建设。

4) 整合完成后，京津冀竞争格局将通过市场化方式改善。公司介绍，年内北京市将行政性淘汰金隅前景水泥厂。此外，整合完成后，公司将通过 1) 不外销熟料的方式压缩区域内独立粉磨站；2) 逐步淘汰 2500 吨以下生产线（公司预计未来三年区域熟料产能将控制在 7000~8000 万吨）的方式逐步解决区域产能过剩问题。

5) 环保限产将助力区域阶段性调产量：三月份两会和五月份“一带一路”会议将提升区域环境要求，公司预计二季度阶段性的限产措施将大概率压减区域水泥供给。

建议

进入二月下旬，下游需求恢复将陆续验证，水泥价格反弹窗口临近。“低库存+错峰生产”预计短期水泥涨价空间仍有来自供给端的支撑；分区域来看，首选库存低位的华东、华南、华北及华中。短期博弈水泥旺季涨价，A 股关注高弹性标的**华新水泥**、**万年青**，京津冀标的**冀东水泥/金隅股份**以及具备成本优势的龙头**海螺**，H 股推荐**海螺水泥-H**、**金隅股份-H**。

风险

节后旺季需求不及预期。

股票名称	评级	目标价格	P/E (x)	
			2017E	2018E
冀东水泥-A	推荐	16.00	17.3	10.8
金隅-A	推荐	5.25	15.9	11.9
华新水泥-A	推荐	12.00	21.1	17.3
海螺水泥-A	推荐	24.50	10.5	9.7
祁连山-A	中性	8.30	20.2	20.4
华新-B	推荐	0.90	11.7	9.7
金隅-H	推荐	3.65	10.1	7.6
安徽海螺水泥-H	推荐	31.00	12.7	11.8
华润水泥控股-H	中性	3.30	12.8	6.3
中国建材-H	中性	5.30	15.2	13.4

中金一级行业：基础材料

相关研究报告

- 钢铁,建材 | 钢铁、建材周报——磨机开工率明显回升；钢企盈利持续扩张 (2017.02.20)
- 熟料提价早于往年，低库存下旺季涨价空间可期 (2017.02.16)
- 取消 32.5 等级助力去产能，省份层面试点推进开启 (2017.02.14)
- 钢铁,建材 | 钢铁、建材周报——钢企盈利扩张；关注西部投资及一带一路机会 (2017.02.12)
- 水泥价格将迎反弹窗口期，博弈供需错配的估值修复 (2017.02.08)
- 钢铁,建材 | 钢铁、建材周报——钢铁库存攀升；关注节后复工水泥价格反弹 (2017.02.05)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

陈彦

分析师

yan3.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080515060002

SFC CE Ref: ALZ159

倪娇娇

联系人

jiaojiao.ni@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080115110032

李可悦

联系人

coral.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080115120032



图表 1: 水泥可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价	市盈率							市净率							EV/EBITDA		
				17/2/22	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
600585.CH	海螺水泥*	RMB	20.6	9.9	14.5	11.8	10.5	9.9	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	6.2	8.0	6.9	6.3	5.9		
601992.CH	金隅股份*	RMB	5.0	21.6	26.1	18.4	15.5	11.8	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	15.2	15.1	14.1	11.7	9.0		
000401.CH	冀东水泥*	RMB	14.3	477.3	n.a	3,332.3	17.0	10.6	1.6	1.9	2.0	1.8	1.5	13.3	25.0	10.9	7.2	6.3		
600801.CH	华新水泥*	RMB	9.5	11.6	136.1	26.0	17.9	45.7	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	5.4	8.3	6.7	5.7	6.4		
600720.CH	祁连山*	RMB	9.9	13.7	42.7	23.9	20.1	20.2	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4	7.5	10.1	7.2	6.7	6.7		
000786.CH	北新建材*	RMB	11.4	14.6	17.9	14.3	12.4	11.4	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5	1.1	1.3	1.1	1.0	0.9		
002302.CH	西部建设*	RMB	12.2	37.7	36.2	35.5	41.6	29.2	3.4	3.1	2.9	2.7	2.5	13.8	13.7	16.8	15.7	13.2		
中金覆盖A股平均值				83.8	45.6	494.6	19.3	19.8	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5	8.9	11.6	9.1	7.8	6.9		
中金覆盖A股中位数				14.6	31.1	23.9	17.0	11.8	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4	7.5	10.1	7.2	6.7	6.4		
000789.CH	万年青	RMB	9.4	10.5	n.a	12.8	9.5	7.5	2.8	2.3	n.a	1.9	1.6	9.5	6.0	5.4	n.a	n.a		
002233.CH	塔牌集团	RMB	11.1	16.4	n.a	22.0	17.1	13.2	2.6	2.4	n.a	2.2	2.0	13.7	10.2	8.0	n.a	10.2		
600881.CH	亚泰集团	RMB	6.2	87.1	n.a	104.6	38.6	25.6	2.0	2.0	n.a	1.4	1.4	18.4	16.3	16.3	n.a	30.9		
000885.CH	同力水泥	RMB	28.3	79.9	n.a	148.9	116.2	92.4	7.8	6.2	n.a	5.9	5.7	18.9	22.3	20.3	n.a	n.a		
600802.SH	福建水泥	RMB	11.8	90.8	n.a	n.a	n.a	n.a	4.3	3.3	n.a	n.a	n.a	24.4	23.3	20.4	n.a	n.a		
600539.SH	狮头股份	RMB	18.2	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	8.9	9.0	n.a	n.a	n.a	972.0	n.a	n.a	n.a	n.a		
600318.SH	巢东股份	RMB	29.7	68.3	n.a	43.1	29.0	22.1	7.2	6.6	n.a	4.0	2.5	57.8	41.2	37.7	n.a	31.5		
600668.SH	尖峰集团	RMB	17.5	21.3	n.a	n.a	n.a	n.a	3.5	2.9	n.a	n.a	n.a	20.3	16.3	12.9	n.a	n.a		
000672.SZ	上峰水泥	RMB	12.3	26.9	n.a	69.3	40.8	34.0	6.8	5.7	n.a	5.3	4.7	2,592.2	18.6	15.3	n.a	n.a		
002596.SZ	海南瑞泽	RMB	26.4	483.9	n.a	n.a	n.a	n.a	9.6	6.8	n.a	n.a	n.a	60.7	70.4	75.8	n.a	n.a		
600425.SH	青松建化	RMB	7.1	1,523.8	n.a	n.a	n.a	n.a	1.8	1.8	n.a	n.a	n.a	25.7	21.0	18.0	n.a	n.a		
000023.SZ	深天地A	RMB	30.0	241.4	n.a	n.a	n.a	n.a	11.9	11.5	n.a	n.a	n.a	48.9	72.4	69.1	n.a	n.a		
600883.SH	博闻科技	RMB	15.1	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	5.2	5.8	n.a	n.a	n.a	137.9	287.3	n.a	n.a	n.a		
A股市场平均值(市场一致预期)				182.9	45.6	277.5	32.7	27.2	4.4	4.0	1.8	2.4	2.2	180.7	33.9	20.2	7.8	12.1		
A股市场中位数(市场一致预期)				37.7	31.1	35.5	20.1	22.1	2.8	2.4	1.5	1.8	1.6	18.4	16.3	14.1	6.7	8.1		
914.HK	海螺水泥*	HKD	26.8	10.3	15.7	13.2	11.7	0.5	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3	4.9	6.6	5.9	5.4	0.0		
2009.HK	金隅股份*	HKD	3.5	12.1	15.4	11.1	9.4	0.4	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6	12.1	12.6	12.0	10.0	0.0		
3323.HK	中国建材*	HKD	5.2	3.8	23.1	25.2	14.5	3.4	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	7.2	10.0	11.5	10.4	0.0		
1313.HK	华润水泥*	HKD	3.8	5.9	24.3	15.9	12.3	6.1	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	4.9	11.4	8.1	7.0	4.5		
中金覆盖H股平均值				8.0	19.6	16.3	12.0	2.6	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	7.3	10.2	9.4	8.2	1.1		
中金覆盖H股中位数				8.1	19.4	14.6	12.0	2.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	6.0	10.7	9.8	8.5	0.0		
743.HK	亚洲水泥	HKD	2.2	3.5	n.a	21.2	11.9	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	1.0	0.8	1.6	1.9	0.0		
1893.HK	中材股份	HKD	2.4	13.4	9.2	8.4	6.8	0.0	0.5	0.5	0.4	0.0	4.2	5.0	4.6	4.2	0.0			
691.HK	山水水泥	HKD	6.3	41.7	n.a	n.a	n.a	n.a	1.6	4.4	1.6	2.8	n.a	8.7	n.a	44.1	14.8	n.a		
2233.HK	西部水泥	HKD	1.0	100.4	n.a	50.9	14.9	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8	0.0	6.5	8.2	6.4	4.8	0.0		
H股市场平均值(市场一致预期)				23.9	17.5	20.8	11.6	1.5	0.9	1.2	0.9	1.0	0.4	6.2	7.8	11.8	7.3	0.6		
H股市场中位数(市场一致预期)				11.2	15.7	15.9	11.9	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.5	5.7	8.2	7.3	6.2	0.0	
CX US equity	墨西哥水泥	USD	8.7	n.a	n.a	1.1	0.8	0.6	n.a	n.a	0.1	0.1	0.1	17.9	14.4	9.9	9.4	8.6		
LHN VX equity	墨西哥水泥	CHF	56.4	16.3	n.a	22.3	18.4	14.5	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	15.0	14.9	9.6	9.3	8.1		
HEI GR equity	海德堡水泥	EUR	85.7	33.1	20.1	18.3	14.4	11.7	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	13.0	11.3	9.2	7.7	6.9		
CRH ID equity	爱尔兰CRH	EUR	32.4	41.2	36.6	21.5	17.8	15.0	2.4	2.1	1.9	1.8	1.6	21.8	16.0	11.1	9.9	9.1		
ACC IN Equity	印度联合水泥	INR	1,458.0	23.6	46.7	39.9	33.9	24.2	3.3	3.3	3.2	3.1	2.9	16.9	15.0	19.7	15.5	12.3		
其他市场平均值(市场一致预期)				28.5	34.5	20.6	17.1	13.2	2.0	1.9	1.5	1.4	1.3	16.9	14.3	11.9	10.4	9.0		
其他市场中位数(市场一致预期)				28.4	36.6	21.5	17.8	14.5	1.8	1.6	1.1	1.1	1.0	16.9	14.9	9.9	9.4	8.6		

(注: *为中金覆盖公司, 其他为市场一致预测)

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：江薇、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

