

中性

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
华新水泥	600801.SH	24.64	买入
祁连山	600720.SH	15.76	买入
东方雨虹	002271.SZ	35.19	买入
永高股份	002641.SZ	7.25	买入

资料来源：万得，中银证券

以 2020 年 11 月 27 日当地货币收市价为标准

相关研究报告

《建材行业周报》20200914

《建材行业 2020 年中报综述》20200909

《建材行业周报》20200901

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武
haowu.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

建材行业 2021 年度策略

周期？周期！

2020 年建材板块表现较好，防水、减水剂、B 端龙头受益集中度提升；玻璃与玻纤受益行业景气度改善均有较好收益。考虑 2020 年水泥景气度处于低谷，2021 年或将迎来周期复苏；管材行业集中度提升加持下，龙头业绩有望快速增长；防水行业应密切关注政策发布动态；玻璃与玻纤处于景气度高点，未来有望持续；减水剂应关注价格与销售增速提升情况；B 端建材未来业绩增速与估值溢价或将有所回落。总体优先度排序是水泥>管材>防水>玻纤>玻璃>减水剂>B 端龙头。

支撑评级的要点

- **预计 2021 年水泥行业景气度提升：**2020 年受疫情和雨水天气影响，水泥价格承压，景气度同比下滑，不及市场预期。预计 2021 年新增熟料产能仍维持在 3000-4000 万吨左右，冲击动能仍保持 1%左右的低水平。2021 年预计地方政府偿债压力加大，经济复苏，基建托底经济或将被弱化，基建投资整体保持稳定。地方政府转让土地使用权补充收入意愿增强，随着土地成交面积增加，预计 2021 年新开工面积将有所回升，地产需求有所提升。总体看 2021 年水泥行业景气度将好于 2020 年。
- **“旧改”启动+行业集中度提升，建议关注管材**：随着“旧改”启动以及下游行业集中度提升，部分行业龙头销售规模有增长空间。且随着 PVC、PE、PP 等管材原材料上涨，产品价格有望逐步转嫁至下游，产品单位利润水平得到提升，板块整体营收与利润均有较大增长空间。
- **玻璃与玻纤处于景气度高点，未来一到两个季度产品价格有望维持高位**：当前玻璃行业新增产能少，库存水平低，需求向好，行业处于景气高点，预计未来半年价格有望维持高位，龙头业绩持续释放。玻纤随着需求改善，价格调升，行业龙头释放产能，当前处于供需两旺态势。未来一至两个季度内玻纤价格仍有望维持高位。
- **防水建议关注原料价格与政策动向，减水剂应关注产品价格与发货量增速的改善**：在疫情和雨水影响下，早周期品出货量有所减少。但上市龙头在行业集中度提升加持下，仍维持较高发货量增速。考虑防水和减水剂集中度提升的逻辑已为市场所认知。2021 年防水材料应进一步关注沥青价格变动趋势以及政策监管动态可能带来的超预期收益；减水剂应关注产品价格以及发货量增速的回升情况。
- **B 端建材业绩增速有所放缓，板块估值溢价或将有所回落**：2020 年 B 端建材龙头估值大幅提升，我们认为 B 端建材龙头的业绩快速释放一方面是精装房加速集中，多数 B 端建材龙头 2016-2017 年上市，2019-2020 年刚好是上市融资后产能建设完毕达产的时间段。当前一线城市精装房渗透率已超 80%，达到发达国家水平，预计精装房渗透率提升最快的时间已过。因此，未来 B 端建材业绩增速与估值溢价或将有所回落。

重点推荐

- 水泥行业推荐华中和西北龙头**华新水泥、祁连山**；管材推荐 PVC **管行业龙头永高股份**；防水推荐行业龙头**东方雨虹。**

评级面临的主要风险

- **风险提示**：水泥产能集中投放、竣工不及预期、海外疫情恶化、精装房渗透放缓。

目录

2020 年回顾与展望 6

基建地产：预计基建投资趋稳，地产投资提升 10

水泥行业：2020 景气下行，2021 反转可期 13

其他建材：建议重点关注管材 16

投资建议 20

风险提示 21

华新水泥 23
祁连山 29
东方雨虹 35
永高股份 41

图表目录

图表 1.2020 年至今建材板块表现较好.....6
图表 2. 主动管理公募持有建材股票金额增长（单位：万元）.....6
图表 3.2020 年建材行业重仓持股情况.....7
图表 4. 水泥、玻璃、玻纤装修建材景气度指数同比.....7
图表 5. 水泥行业基本面数据.....7
图表 6. 玻璃行业基本面数据.....7
图表 7. 玻纤行业基本面数据.....7
图表 8. 水泥行业不同区域景气度指数变化情况.....8
图表 9. 玻璃行业不同区域景气度指数变化情况.....8
图表 10. 2020 年三季度建材各细分板块业绩增速.....8
图表 11. 2020 年一至三季度各细分板块业绩增速.....8
图表 12. 各季度建材板块指数涨幅拆分.....9
图表 13. 2016 年四季度后，建材指数开始有显著超额收益.....9
图表 14.2020 年以来建筑行业相关重大政策.....10
图表 15. 电热气水投资增速提升，交运与公用增速较低.....10
图表 16. 建筑行业整体投资需求保持平缓.....10
图表 17. 2020 年呈现拿地旺盛、开工疲软、销售回升态势.....11
图表 18. 2020 年拿地面积增长明显但溢价率整体下滑.....11
图表 19. 2020 年开工面积增速疲软，但融资温和增长.....11
图表 20. 商品房销售价格温和上涨，面积触底回升.....11
图表 21. 2020 年水泥行业景气度整体下探.....13
图表 22.最近两个月水泥行业产量同比提升.....13
图表 23. 水泥熟料价差出现回升.....13
图表 24.水煤价差回升.....13
图表 25. 行业集中度高位稳定，产能利用率稳步提升.....14
图表 26.近年来行业冲击动能减小，高度景气有望持续.....14
图表 27. 地方政府财政压力加大.....14
图表 28.土地成交量增价减.....14
图表 29. 华中地区价格水平.....15
图表 30.华中地区需求和景气度.....15
图表 31. 西北地区价格水平.....15
图表 32. 西北地区需求和景气度.....15
图表 33. 需求向好，供给平稳，库存快速下降.....16

图表 34. 价格上涨，玻璃企业处于量价齐升的业绩释放期 16
图表 35.2020 年上半年全国在产产能变化少于去年同期 16
图表 36. 当前玻纤行业处于供需两旺状态 16
图表 37. 需求供给剪刀差最大时候已过 16
图表 38. 防水行业三巨头业绩快速增长 17
图表 39.防水产品价格与沥青高度相关 17
图表 40. 2019 年四季度以来防水行业有超额收益 17
图表 41.行业估值溢价有快速提升 17
图表 42. 减水剂行业三巨头业绩快速增长 18
图表 43.环氧乙烷等原材料价格已恢复正常水平 18
图表 44. 2020 三季度以来减水剂收益有所回落 18
图表 45.行业估值溢价回归正常水平 18
图表 46. B 端建材 2020 年业绩增速与估值溢价下滑 19
图表 47.PVC、PE、PP 近期价格上涨 19
图表 48. 2019 年以来管材相对建材板块并无明显超额收益 19
图表 49.行业估值溢价处于正常水平 19
附录图表 50. 报告中提及上市公司估值表 22
图表 51. 公司历史发展沿革 24
图表 52. 公司股权结构图 24
图表 53. 公司近年来营业收入变动情况 25
图表 54. 公司近年来归母净利变动情况 25
图表 55. 水泥占收入大头，骨料业务占比提升 25
图表 56. 华中西南公司收入主要来源区域 25
图表 57. 公司是湖北省内第一龙头 26
图表 58. 湖北省内水泥景气度持续下降 26
图表 59. 公司是云南省内第三龙头 26
图表 60. 云南省内水泥景气度低位回升 26
图表 61. 公司产能主要布局在鄂、湘、川、滇四省 27
图表 62. 公司各项财务指标与同行相比处于中上水平 27
图表 63. 近年来公司水泥销售量价本情况 27
图表 64. 近年来公司股价表现和基本面基本一致 27
图表 65. 公司历史发展沿革 30
图表 66. 公司股权结构图 30
图表 67. 公司近年来营业收入变动情况 31
图表 68. 公司近年来归母净利变动情况 31

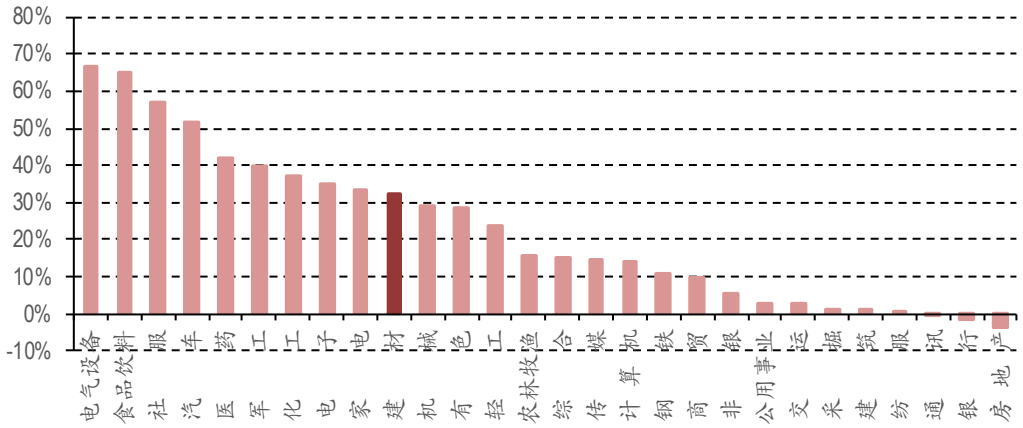
图表 69. 水泥占收入大头，骨料业务占比提升 31
图表 70. 甘肃青藏是公司收入主要来源区域 31
图表 71. 公司是甘肃省内第一龙头 32
图表 72. 甘肃省内水泥景气度持续攀升 32
图表 73. 公司是青海省内第二龙头 32
图表 74. 青海省内水泥景气度持续攀升 32
图表 75. 公司产能主要布局在甘肃、青海两省 33
图表 76. 公司各项财务指标与西北同行相比处于中上水平 33
图表 77. 近年来公司水泥销售量价本情况 33
图表 78. 近年来公司股价表现和基本面基本一致 33
图表 79. 公司历史发展沿革 36
图表 80. 公司收入稳步增长 36
图表 81. 公司盈利水平节节高升 36
图表 82. 新一轮募投项目资金使用计划 37
图表 83. 建筑防水产品结构 37
图表 84. 防水卷材产品结构 37
图表 85. 地产商集中度提升-龙头市占率 38
图表 86. 地产商集中度提升-销售额 38
图表 87.房地产 500 强企业防水品牌首选率 39
图表 88. 公司历史发展沿革 42
图表 89. 公司股权结构图 42
图表 90. 多年以来公司营业收入稳步增长 43
图表 91. 2018 年以来公司归母净利表现亮眼 43
图表 92. 塑料管是收入的主要构成 43
图表 93.近年来管理费用率有所下降 43
图表 94. 塑料管行业集中度较低 44
图表 95. 公司市占率逐年提升 44
图表 96.政策推动行业高质量发展 44
图表 97. 公司深耕华东，收入占比达到 59.4% 45
图表 98.公司注重营销，聘请黄渤作为代言人 45

2020 年回顾与展望

1. 建材行业股票表现：可圈可点，轮番登场

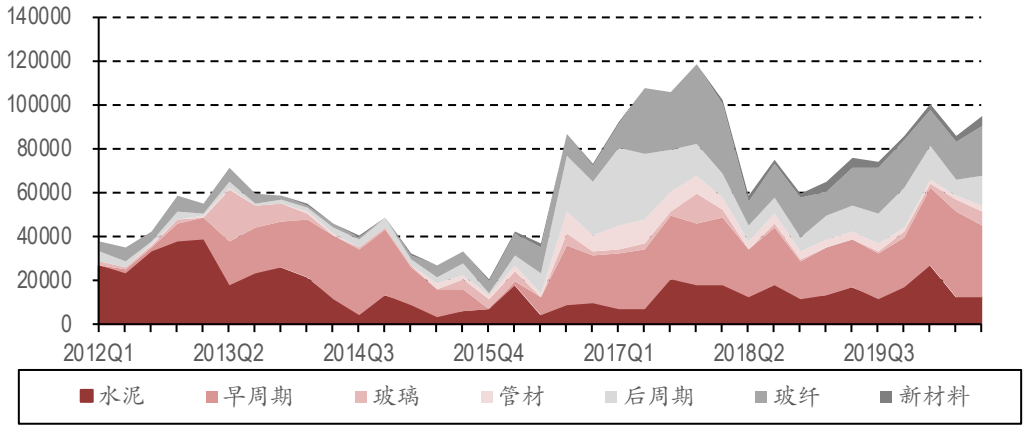
全年表现较好，早周期、后周期、玻璃、玻纤轮番登场：2020 年至今建材行业依旧延续较强走势，1-11 月份建材指数收益排名全 A 股第 10，仅次于消费、医药、科技等相关板块。其中 2-4 月份，7-8 月份走势尤为强劲。上半年在行业集中度提升的逻辑驱动下，早周期板块的防水、减水剂以及后周期的涂料、瓷砖、五金等板块表现强势。7-8 月份玻璃和玻纤行业周期复苏，个股表现较好。

图表 1.2020 年至今建材板块表现较好



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 主动管理公募持有建材股票金额增长（单位：万元）



资料来源：万得，中银证券

持股市值持续增长，持仓仍集中在行业龙头，东方雨虹独领风骚：2020 年以来，主动管理公募基金持续增持建材板块股票，合计持股达到 9.5 亿股。其中多数持仓集中在东方雨虹、海螺水泥、中国巨石、北新建材等龙头。其中东方雨虹机构重仓持股市值从一季度 65.5 亿元持续提升至三季度 101.8 亿元。中国巨石和北新建材、海螺水泥三季度末持股市值分别为 28.1、24.7、24.3 亿元。三棵树持股市值从二季度末 7.3 亿元提升至三季度末 17.5 亿元。

图表 3.2020 年建材行业重仓持股情况

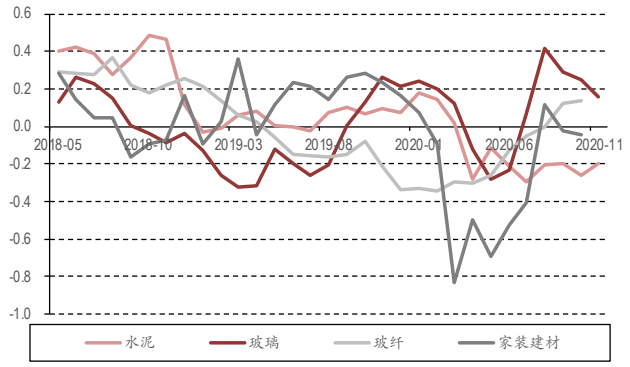
	市值第 1	市值第 2	市值第 3	市值第 4	市值第 5	增持第 1	增持第 2	减持第 1	减持第 2
2020Q1	东方雨虹	海螺水泥	北新建材	华新水泥	冀东水泥	垒知集团	科顺股份	蒙娜丽莎	菲利华
	6,548.5	5,112.9	2,638.1	1,313.4	1,104.1	11677.7%	4009.8%	-81.6%	-68.0%
2020Q2	东方雨虹	海螺水泥	中材科技	坚朗五金	三棵树	永高股份	祁连山	塔牌集团	兔宝宝
	7,894.5	1,783.1	1,463.7	783.8	726.9	6868.2%	349.5%	-93.8%	-88.2%
2020Q3	东方雨虹	中国巨石	北新建材	海螺水泥	三棵树	兔宝宝	福莱特	东宏股份	垒知集团
	10,182.2	2,814.2	2,469.8	2,431.2	1,746.6	4881.9%	782.1%	-99.6%	-95.7%

资料来源：万得，中银证券

2. 2020 年行业基本面：景气度有所回落

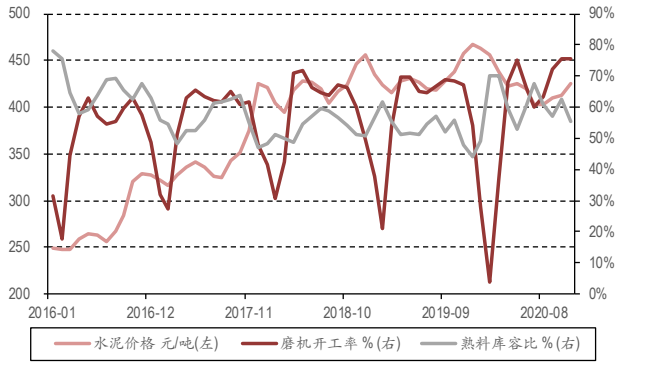
不同板块基本面情况回顾：2020 年上半年受疫情影响，建材行业与其他一样受到景气度下滑影响，不同细分行业具体影响情况不一样。其中水泥行业 2-3 月份受到冲击最为明显，恢复最快。但 5-7 月份南方雨水对水泥行业出货量冲击较大，水泥价格持续下跌。8 月份以来行业需求持续改善，但价格与出货量等指标仍难以达到去年同期水平。玻璃行业受疫情冲击，需求快速下滑，库存累积，价格在 4 月份快速下跌。疫情冲击释放完毕后，行业景气度快速回升。价格持续回升，屡创历史新高，行业景气度达到近 10 年来最高水平。玻纤有较多需求在海外，随着海外疫情蔓延，行业景气度复苏较为缓慢。下半年随着行业需求改善以及风电装机需求快速增长，产品价格快速回升，价格重新回到 2018 年周期高点水平。装修建材上半年同样受疫情影响景气度有所下滑，但在地产竣工持续回升的影响下，装修建材景气度复苏进程相对较快。

图表 4. 水泥、玻璃、玻纤装修建材景气度指数同比



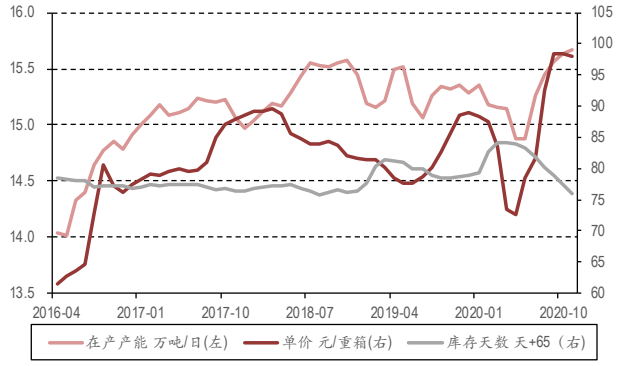
资料来源：卓创资讯，万得，中银证券

图表 5. 水泥行业基本面数据



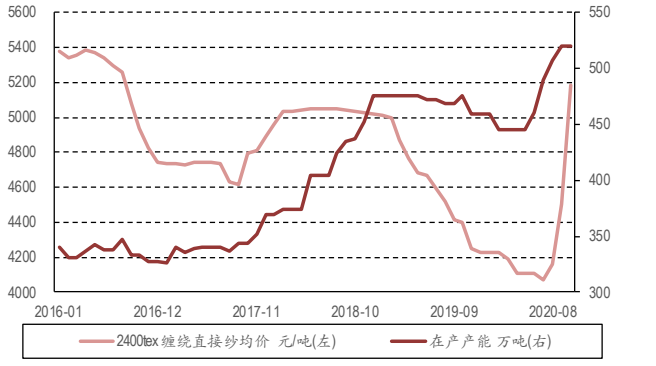
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 6. 玻璃行业基本面数据



资料来源：卓创资讯，中银证券

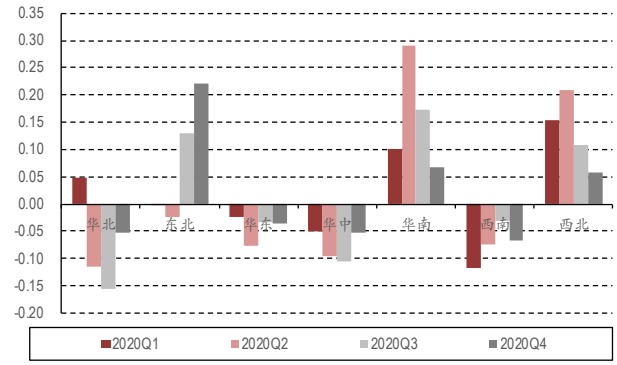
图表 7. 玻纤行业基本面数据



资料来源：卓创资讯，中银证券

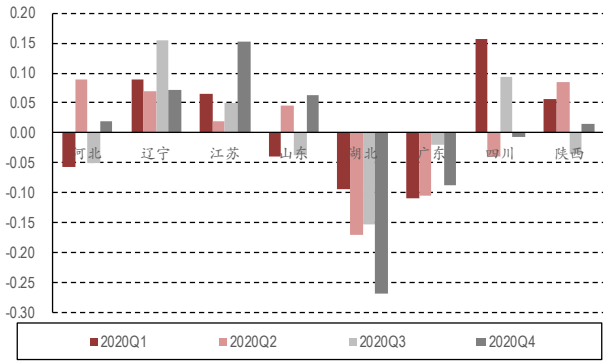
华南和西北地区水泥行业景气度较高：分区域来看，2020 年以来华南和西北地区水泥行业区域景气度较高。一方面华南地区受疫情冲击较小，另一方面 5-7 月份雨水天气对华南地区影响也较小。价格基本保持较高水平，出货量也保持相对稳定。西北地区同样受到疫情和雨水天气影响较小，同时由于区域内建设需求提升，水泥价格表现较好，行业景气度提升。玻璃行业东北地区景气度有明显提升，主要原因是北方地区持续收紧玻璃产能，而南方仍有部分产能扩张，导致原来玻璃行业南紧北松的全国格局有所变化。

图表 8. 水泥行业不同区域景气度指数变化情况



资料来源：卓创资讯，中银证券

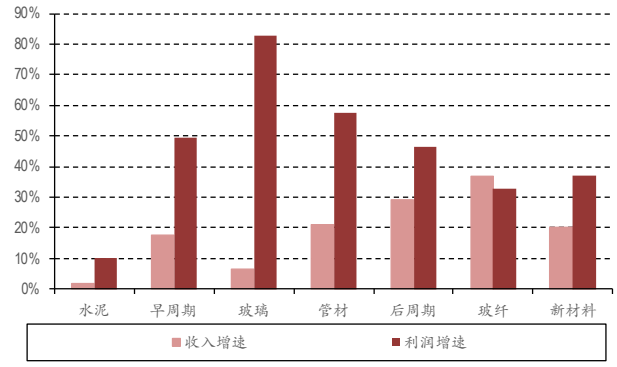
图表 9. 玻璃行业不同区域景气度指数变化情况



资料来源：卓创资讯，中银证券

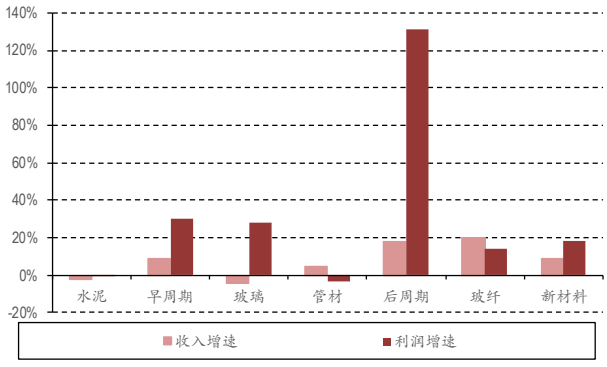
多数细分板块累计利润增速回正，三季度玻璃、防水、管材、玻纤表现较好：从上市公司业绩来看，大部分细分板块已经走出疫情冲击，实现累计同比增速回正。其中后周期板块在竣工需求回升以及行业景气度加速提升的双重加持下，一至三季度累计利润增速超过 120%。防水、减水剂、玻璃等细分板块利润增速也均超过 20%。玻纤行业周期触底回升，也是先利润累计同比增速回正。单三季度来看，由于平板玻璃价格达到 10 年来最高水平，利润增速超过 80%，领跑全行业。防水、管材、玻纤、新材料等板块利润增速也均超过 30%。

图表 10. 2020 年三季度建材各细分板块业绩增速



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2020 年一至三季度各细分板块业绩增速

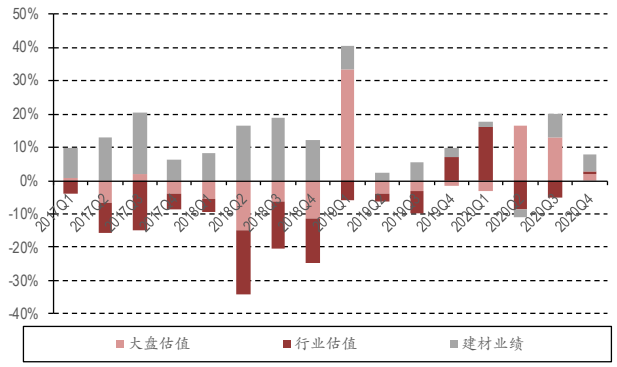


资料来源：万得，中银证券

3. 2021 年展望：强势持续，关注水泥与管材

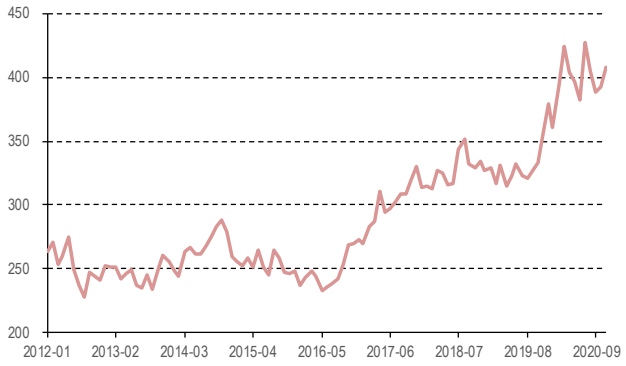
水泥行业格局改善，精装修普及趋势，公司业绩兑现驱动了三个阶段行业指数走强：将建材指数涨跌幅拆分成大盘估值、行业估值溢价、公司业绩三个指数相加。其中公司业绩和行业估值溢价两个因子和建材行业本身有关。可以发现，从 2016 年三季度以来，建材行业估值溢价以及公司业绩两个因子持续走强，建材行业相对大盘有明显的超额收益。我们认为建材行业超额收益可以分为三个阶段。第一阶段是水泥行业格局改善导致行业盈利能力提升，公司业绩因子持续驱动行业指数走强，从 2016 年三季度持续到 2018 年四季度。第二阶段是 2019 年，精装修带动品牌建材集中度提升趋势为市场认知，行业估值拔高带动行业指数走强。第三阶段是 2020 年，品牌建材业绩释放加上玻璃玻纤周期回暖，公司业绩驱动指数上行。

图表 12. 各季度建材板块指数涨幅拆分



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 2016 年四季度后，建材指数开始有显著超额收益



资料来源：万得，中银证券

2021 年建议关注水泥和管材：2020 年，水泥行业先后受到疫情和雨水天气影响，部分地区价格和出货量均受到较大冲击；加上 2019 年水泥价格创历史新高，三季度需求旺季到来后，水泥价格也达不到往年水平。我们认为随着 2021 年经济复苏，需求回暖，水泥行业需求改善，量价军有增长空间。管材随着行业集中度提升以及旧改持续推进，龙头企业出货量将有明显提升，盈利能力也有望进一步改善。

基建地产：预计基建投资趋稳，地产投资提升

1. 基建：2021 年投资增速将保持稳定

2020 年疫情冲击下，基建投资托底经济重要性重新凸显：一季度受疫情影响，国内经济下行压力加大，基建投资作为经济托底手段重要性重新凸显。3-5 月份，发改委、住建部等部门通过各项政策，以增加专项债发行额度、提升专项债资本金比例、推进西部大开发、推进基建 REITs 等方式推动基建投资。

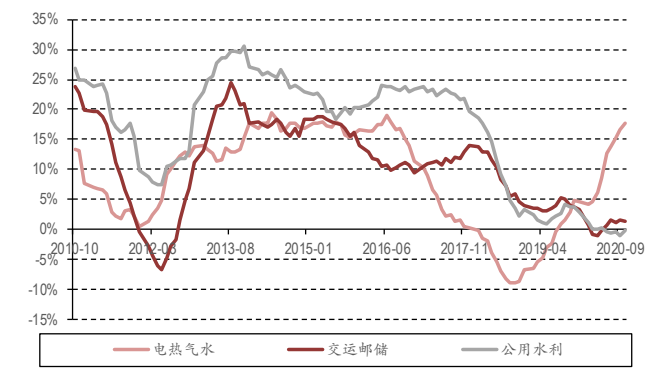
二季度基建投资增速提升，三季度有所回落。交运邮储和公用水利占比较高但增速较低：一至三季度，电力热力燃气与供水行业固定资产投资分别为 0.4、1.0、0.9 万亿元，同比增速为 2.0%、25.8%、16.4%，增速明显提升，高于其他行业投资增速。交运邮储行业固定资产投资分别为 0.8、2.0、1.9 万亿元，同比增速分别为-20.7%、9.1%、7.3%。公用水利投资额分别为 1.0、2.6、2.4 万亿元，同比增速分别为-18.5%、1.8%、2.4%。合并计算，基建投资完成额分别为 2.2、5.7、5.3 万亿元，同比增速分别为-16.4%、8.1%、6.4%。电力相关投资增速较高，但占比较低。占比较大的交运邮储和公用水利行业投资增速较低。一季度受疫情冲击，基建投资增速有所下滑；二季度投资增速回升至 8.1%，对整体投资增速有所带动；三季度经济增速回升，基建稳增长逐步弱化，单季度投资增速有所回落。按照最近月份的投资增速水平，预计 2020 年全年基建投资增速将在 3.0%-3.5%的区间内。

图表 14.2020 年以来建筑行业相关重大政策

日期	部委	文件	涉及领域	内容
3 月 27 日	中央政治局	政治局会议	专项债	增加专项债发行额度、提高作为项目资本金比例、减少用于土储与棚改比例、新增旧改医疗等资金用途
4 月 19 日	中国中央、国务院	《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	土地市场化改革	建立健全城乡统一的建设用地市场、深化产业用地市场化配置改革、鼓励盘活存量建设用地、完善土地管理机制
4 月 30 日	证监会、发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金试点相关工作的通知》	基建 REITs	为现有优质存量资产提供推出渠道，有效帮助地方政府去杠杆。重点聚焦京津冀等重点领域、基建补短板等重点行业、项目权属清晰的重点行业
5 月 15 日	住建部	《关于推进建筑垃圾减量化的指导意见》	装配式建筑	大力发展装配式建筑，积极推广钢结构装配式住宅，推行工厂化预制、装配式施工、信息化管理的建造模式。推进功能模块和部品构建标准化，减少异形和非标准品构件
5 月 17 日	中国中央、国务院	《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》	西部大开发	要求确保到 2020 年西部地区生态环境、营商环境、开放环境、创新环境显著改善。2035 年，西部地区基本实现社会主义现代化。基本公共服务、基础设施建设通达程度、人民生活水平和东部大致相当
5 月 21 日	国务院	《2020 年政府工作报告》	旧城改造	新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务

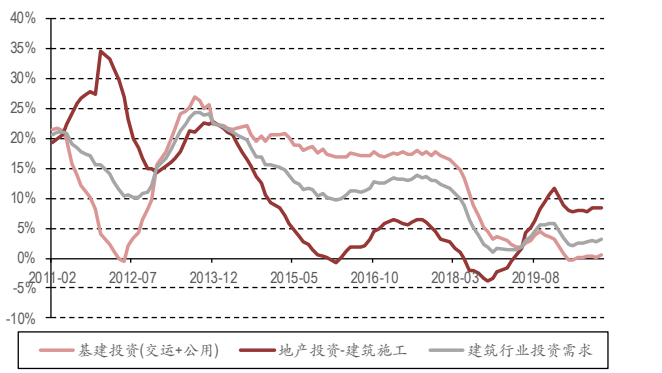
资料来源：中共中央、国务院、证监会、发改委、住建部，中银证券

图表 15. 电热气水投资增速提升，交运与公用增速较低



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 建筑行业整体投资需求保持平缓



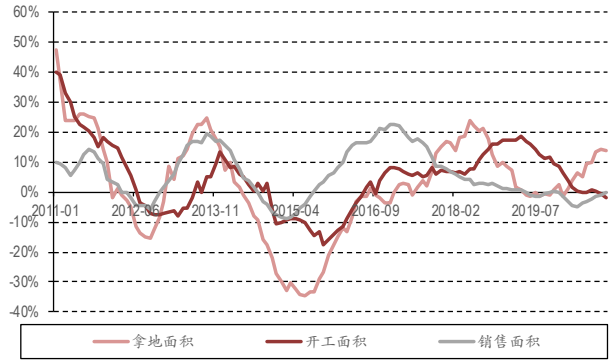
资料来源：万得，中银证券

预计 2021 年基建投资增速将稳定在 4%-5%左右的水平：2020 年二季度以来，基建投资保持单季度 6%-8%左右的增速，为带动经济回升起到了巨大的作用。我们认为 2021 年，经济回暖，同比基数较低的前提下，各项经济数据将有较为明显的改善。届时基建稳增长的作用将被弱化。全年基建投资增速将稳定在 4%-5%左右的水平，低于 2020 年二至四季度水平，但高于 2020 年全年水平。

2. 地产：2021 年地产投资增速将有所提升

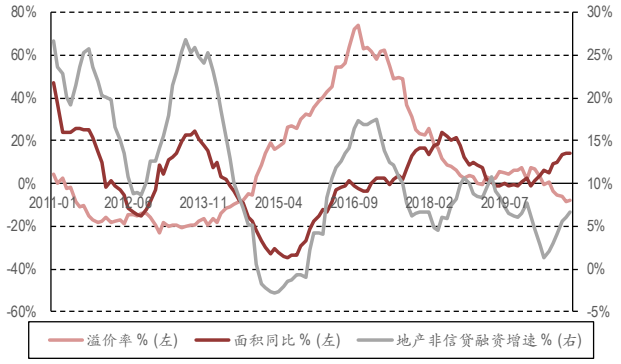
2020 年地产行业整体呈现拿地旺盛、开工疲软、销售回升态势：从拿地面积、开工面积、销售面积三大最重要的地产宏观数据入手。可以发现 2020 年地产数据整体呈现拿地旺盛、开工疲软、销售触底回升的态势。一至三季度，百城土地成家规划建筑面积分别为 12.9、13.8、14.5 亿平，同比增速为 3.9%、9.5%、14.1%；开工面积分别为 2.8、6.9、6.3 亿平，同比增速为-27.2%、3.8%、3.9%；商品房销售面积分别为 2.2、4.7、4.8 亿平，同比增速为-26.3%、3.2%、9.9%。

图表 17. 2020 年呈现拿地旺盛、开工疲软、销售回升态势



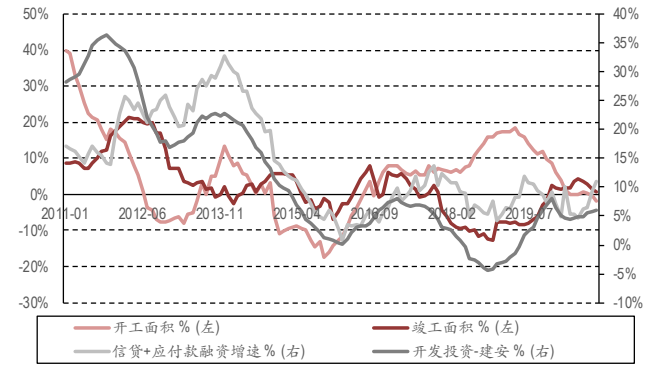
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2020 年拿地面积增长明显但溢价率整体下滑



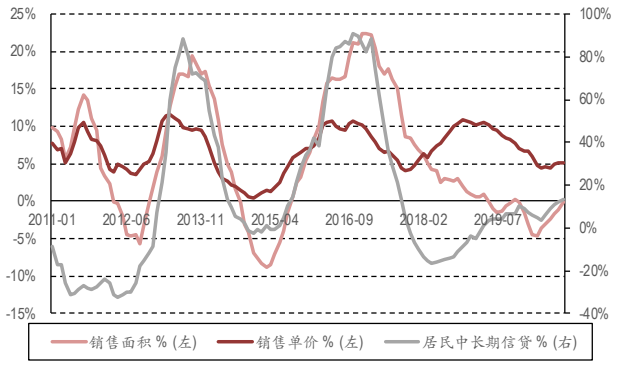
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2020 年开工面积增速疲软，但融资温和增长



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 商品房销售价格温和上涨，面积触底回升



资料来源：万得，中银证券

2020 年土地成交面积增速较高但溢价率下行，预计 2021 年土地成交面积仍将保持较高增速：观察土地拍卖市场数据，可以看到 2020 年以来，地产非信贷融资增速提升，土地成交面积增速抬升、但平均成交溢价率下滑。说明当前地产商资金面依然趋紧，但已有所改善，政府出售土地使用权的意愿较强，这点可以用当前地方政府债务压力较高，通过增加土地拍卖量补充收入来解释。当前房地产前端融资供应量有所增加，地产信托收益率下滑；预计 2021 年地产融资将保持稳定，地方政府加大土地使用权转让不变，土地成交面积仍将保持较高增速。

2020 年商品房销售面积增速底部回升，预计 2021 年将保持平稳：观察商品房销售市场数据，2020 年居民中长期信贷保持温和上涨态势，商品房销售价格稳步上涨，销售面积底部回升。若居民中长期信贷保持平稳态势，我们认为 2021 年商品房销售面积增速将保持平稳。

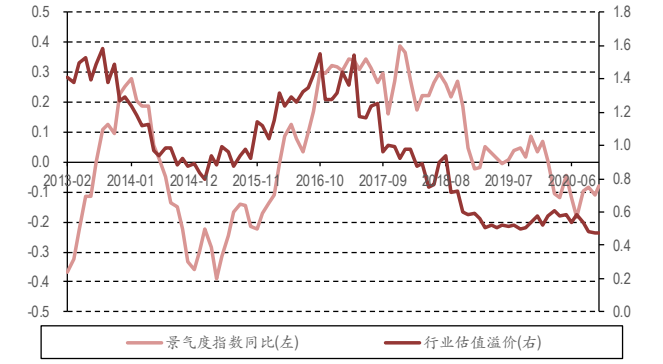
在土地成交面积和销售面积增速提升带动下，预计 2021 年新开工面积和地产开发投资增速将有所提升：在土地成交面积增长以及商品房销售面积底部回升带动下，房地产企业资金趋紧现状将有所改善，对应新开工面积、土地成交面积、土地成交溢价率都将有所回升，带动地产开发投资额增长。

水泥行业：2020 景气下行，2021 反转可期

1. 2020 年景气度下行，底部反转态势初显

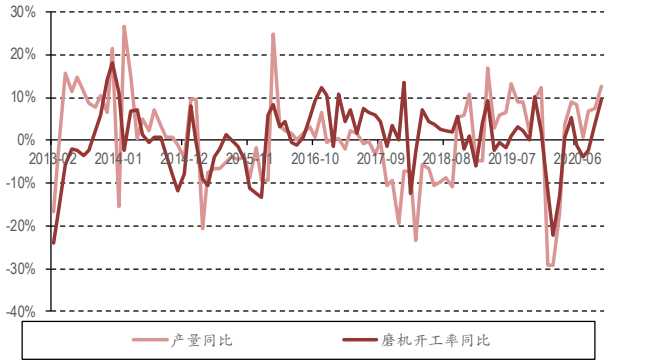
疫情+雨水+新开工疲软，2020 年水泥行业景气度整体下行：从行业景气度来看，2020 年水泥行业整体呈下行态势。行业估值溢价整体和行业景气度保持同步，稳中向下。2020 年 1 月份，行业价格达到历史高位；受 2-3 月份疫情影响，水泥行业开工率大幅下滑，价格承压，景气度受到较大冲击。4 月份水泥行业率先恢复正常运转，各项指标有所回升；5-7 月份受雨水天气影响，长江流域包括华东、华中、西南等重点区域水泥价格持续下跌，出货量有所减少。8 月份以来，疫情和雨水天气冲击减小，施工旺季逐步到来，水泥行业景气度有所改善，价格稳步提升，但相比 2019 年的价格历史顶点，多数地区价格相比去年同期还是有所下滑。同时代表水泥需求重要指标的新开工面积增速相对疲软，8-10 月份水泥行业运行整体好于 2-7 月份，但相比去年同期则表现较弱。

图表 21. 2020 年水泥行业景气度整体下探



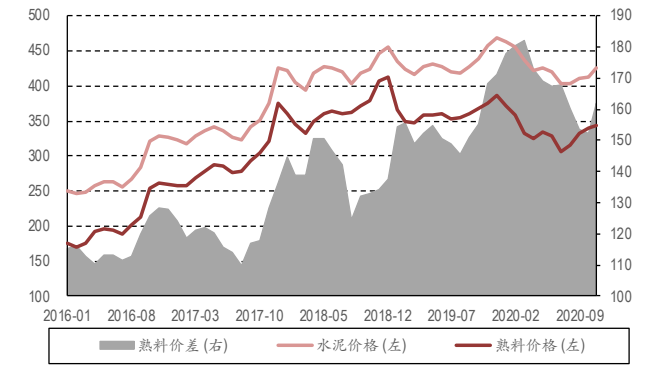
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 22.最近两个月水泥行业产量同比提升



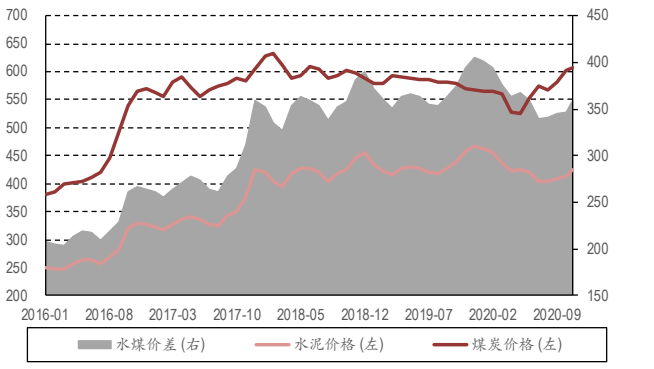
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 23. 水泥熟料价差出现回升



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 24.水煤价差回升



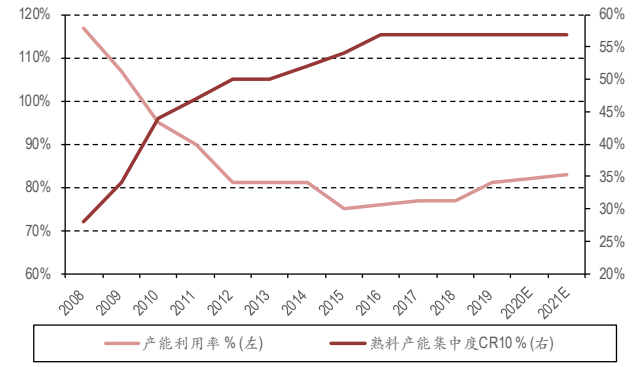
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

10 月份以来，水泥行业各项基本面数据开始出现好转：10 月份以来，我们可以看到水泥行业各项行业指标逐步改善。首先是 10 月份水泥产量 2.4 亿吨，同增 12.5%，创 2020 年以来单月最高增速；磨机开工率达到 75.6%，同比提升 8.6pct。盈利能力方面，近期水泥熟料价差和水煤价差均出现触底回升的态势，11 月份熟料价差为 161.8 元/吨，环比 10 月增加 9.5 元/吨；水煤价差为 358.7 元/吨，环比 10 月增加 11.7 元/吨。

2. 未来研判：行业景气度有望明显提升

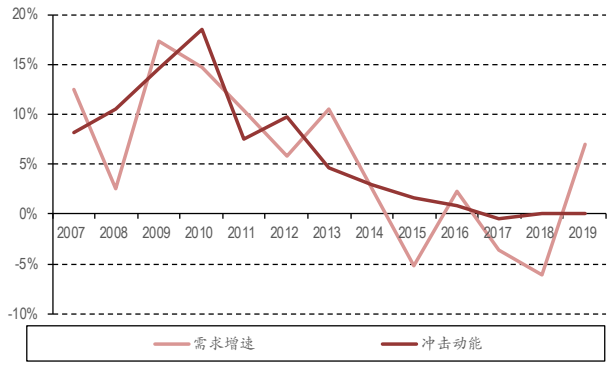
长期景气度向上，景气周期延长：传统制造业产能利用率可以刻画供求关系的边际变化，集中都可以刻画竞争格局变化。在没有新技术、新产品替代的条件下，供求边际变化决定了行业的景气度变化，竞争格局变化决定景气度变化的难易和持续成都。因为水泥不宜保存，决定了行业以供求边际为主、集中度为辅，两者综合分析可以较为准确分析行业景气度的变化。展望 2021 年，我国水泥行业集中度将保持高位稳定，各个区域和地区基本形成寡头垄断。没有外部企业规模进入以及行业内新增规模产能的前提下，目前寡头竞争的格局有望保持。在这一格局下，新增产能的冲击动能仅为 1%，产能利用率稳步抬升，行业高景气度有望进一步提升，景气周期也有望大幅延长。

图表 25. 行业集中度高位稳定，产能利用率稳步提升



资料来源：数字水泥，万得，中银证券

图表 26.近年来行业冲击动能减小，高度景气有望持续



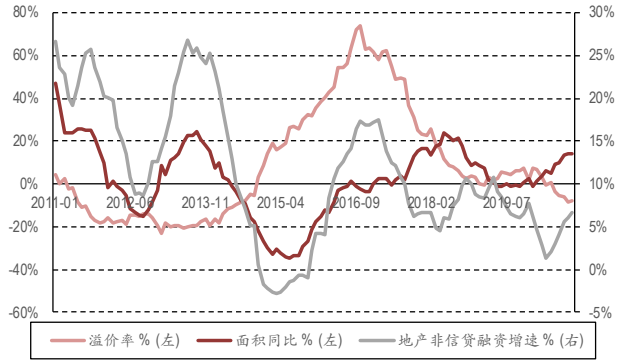
资料来源：数字水泥，万得，中银证券

图表 27. 地方政府财政压力加大



资料来源：万得，中银证券

图表 28.土地成交量增价减



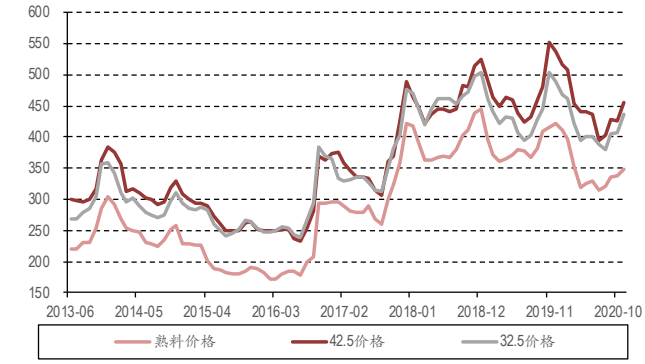
资料来源：万得，中银证券

短期需求向上，供给冲击较小，行业景气度有望提升：2020 年内来分析，水泥行业整体景气度下行，但年底部分行业数据已经开始初显改善。我们从供求边际变化的角度入手来判断短期景气的情况。预计 2021 年新增熟料产能仍维持在 3000 万吨左右，冲击动能仍保持 1%左右的低水平。2021 年预计地方政府偿债压力加大，经济复苏，基建托底经济或将被弱化，基建投资整体保持稳定。地方政府转让土地使用权补充收入意愿增强，随着土地成交面积增加，预计 2021 年新开工面积将有所回升，地产需求有所提升。总体看 2021 年水泥行业景气度将好于 2020 年。

3. 重点区域：华中、西北

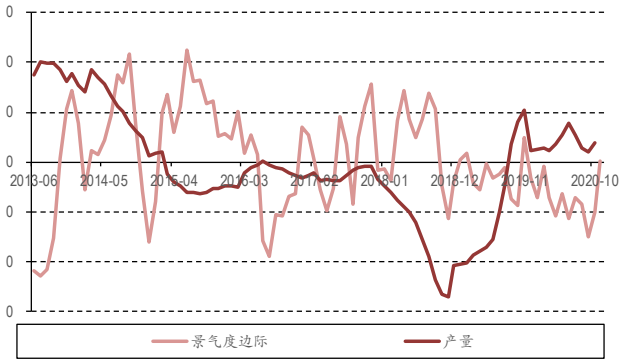
华中：长江水运联动+景气度底部，相应企业业绩弹性较大：2020 年，华中地区处于疫情和 5-7 月份长江洪涝灾害核心地区，景气度冲击较为严重，价格在短期内有较大幅度的下降。站在当前时点，我们认为未来华中地区龙头业绩有较大增长空间。一方面是因为华中地区和华东地区通过长江水运联动，华东需求增长带动华中地区景气度复苏。另一方面是华中地区当前处于景气度底部，随着 2021 年需求复苏，景气度有较大的提升幅度，相应区域龙头企业业绩弹性较大。

图表 29. 华中地区价格水平



资料来源：卓创资讯，中银证券

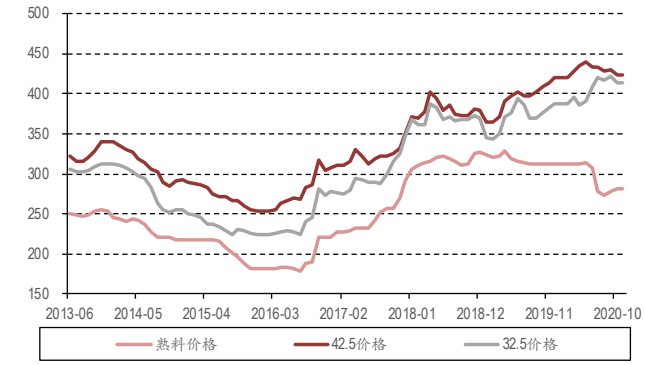
图表 30.华中地区需求和景气度



资料来源：卓创资讯，中银证券

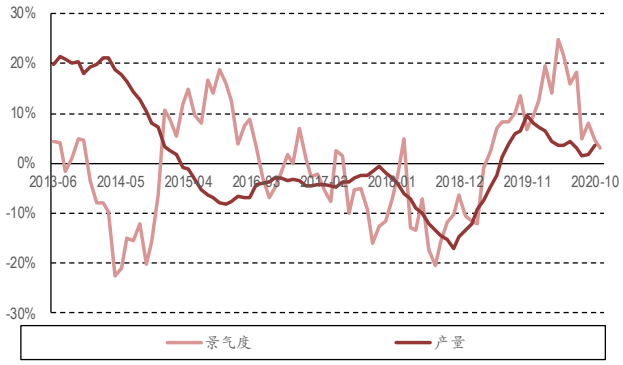
西北：区域格局良好，静待需求改善：近年来，西北区域内水泥新增产能并不多，年均投放熟料产能不超过 100 万吨，供给冲击较弱。需求端却不甚理想，区域内产能利用率总体保持稳定，并未出现明显抬升。区域内行业集中度基本保持在 48%的水平。同时西北水泥和熟料基本为陆路运输，各地区具备一定封闭性，区域集中度对价格有一定指导意义，西北区域各地区前三名企业熟料集中度在 60%-70%的区间，远高于区域其他行业集中度，也高于我国很多省市的集中度。从供求边际变化和行业集中度的指标分析中可知，西北区域仅仅是在等待需求复苏和持续稳健增长，只要需求改善，行业景气度将明显提升。

图表 31. 西北地区价格水平



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 32. 西北地区需求和景气度



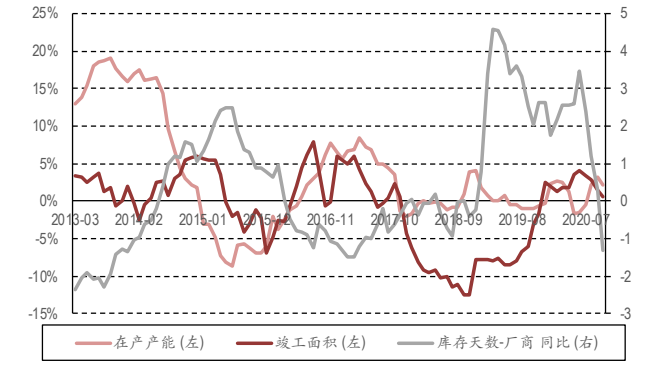
资料来源：卓创资讯，中银证券

其他建材：建议重点关注管材

1. 玻璃与玻纤：行业高度景气，产品价格有望高位稳定

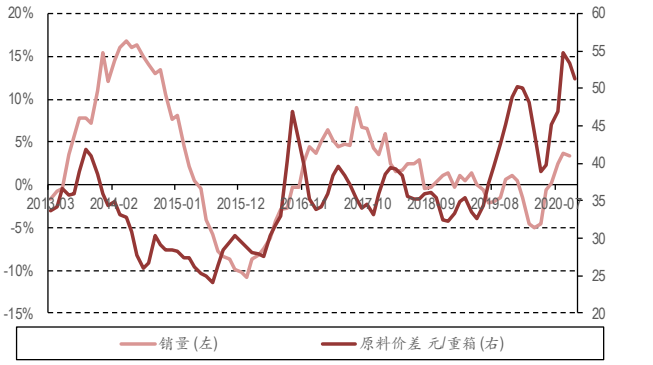
疫情冲击后，玻璃行业景气度快速反弹：2020 上半年玻璃行业受疫情冲击，需求快速下滑，库存累积，价格在 4 月份快速下跌。疫情冲击释放完毕后，行业景气度快速回升。价格持续回升，屡创历史新高，行业景气度达到近 10 年来最高水平。

图表 33. 需求向好，供给平稳，库存快速下降



资料来源：卓创资讯，万得，中银证券

图表 34. 价格上涨，玻璃企业处于量价齐升的业绩释放期



资料来源：卓创资讯，万得，中银证券

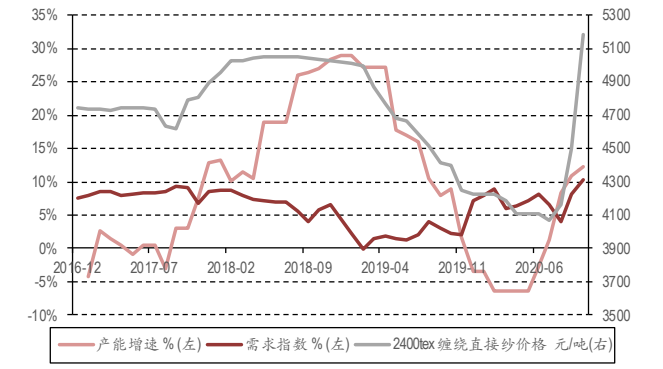
图表 35.2020 年上半年全国在产产能变化少于去年同期

	点火	复产	冷修	停产	净新增
2019 年产能变化-条	2	7	9	1	(1)
2020 年产能变化-条	2	8	6	10	(6)
2019 年产能变化-日熔量吨	1,900	4,350	5,470	900	(120)
2020 年产能变化-日熔量吨	1,500	4,410	4,650	6,650	(5,390)

资料来源：卓创资讯，中银证券

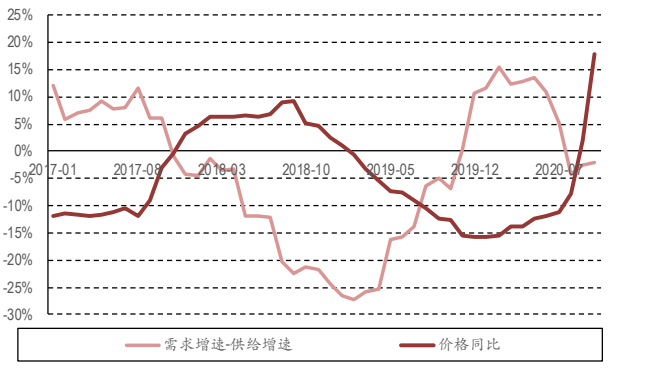
短期内行业供给弹性有限，需求保持平稳，玻璃价格将保持高位稳定：站在当前时点来看玻璃，目前地产竣工增速平稳，需求整体向好；新增产能较少，供给冲击有限；厂商库存天数快速下滑，价格高涨，行业景气度达到 10 年来的历史高位，企业处于量价齐升的业绩释放期。考虑当前库存天数处于低位，厂商进行调整新增产能尚需时日，供给短期增加弹性有限；竣工需求预计将保持平稳，玻璃价格预计将保持高位稳定。

图表 36. 当前玻纤行业处于供需两旺状态



资料来源：卓创资讯，万得，中银证券

图表 37. 需求供给剪刀差最大时候已过



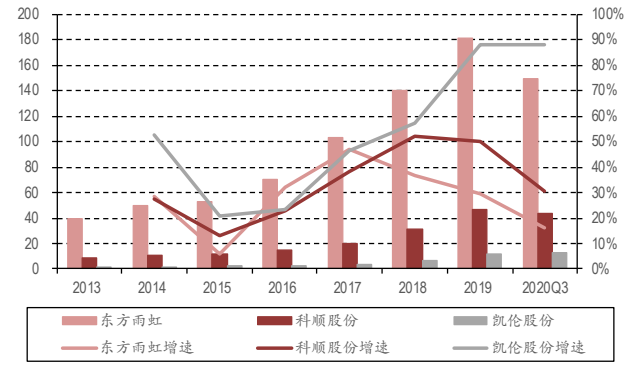
资料来源：卓创资讯，万得，中银证券

玻纤行业供需两旺，预计 2021 年一至二季度产品价格仍将保持高位：随着疫情好转，国内需求改善，风电装机量快速增长，玻纤行业景气度在 2020 年三季度快速回升(9-10 月份产品价格一次性调整至 2018 年周期高点水平)。目前行业需求继续改善，供给有所提升，价格处于高点，行业整体处于供需两旺的状态。从供需剪刀差周期的角度来看，玻纤产品价格增速滞后于供需剪刀差 2-3 个季度。价格顶点往往出现在供需顶点后 6-9 个月。目前行业供需剪刀差顶点已经出现，随着三季度巨石等龙头投入较多产能，行业供需错配的矛盾得到较大缓解。随着更多企业产能复产，玻纤产品价格涨幅将有所减小，预计 2021 年一至二季度价格仍将保持高位。

2. 防水与减水剂：看好集中度提升下业绩加速增长

防水集中度提升已为市场所认知，行业估值溢价快速提升：2019 年四季度以来，作为早周期行业的防水板块获得明显超额收益。东方雨虹、科顺股份、凯伦股份平均收益同样达到 100%，远高于其他建材行业平均水平。从需求端看，防水材料是典型的早周期品，受建筑新开工面积影响较大(少部分需求和竣工以及修缮相关)。2020 年以来在疫情以及雨水天气影响下，新开工需求并不旺盛。导致三大防水龙头业绩高增的主要原因是行业集中度快速提升，导致行业集中度提升的主要原因是 1.下游集中度提升、2.精装房加速渗透、3.上市企业与央企介入整合。目前行业集中度快速提升的现状已为市场所认知，且行业估值溢价已经有明显提升；上市龙头业绩也有所兑现。

图表 38. 防水行业三巨头业绩快速增长



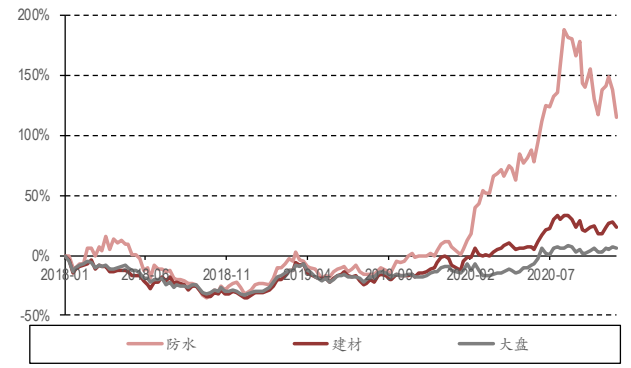
资料来源：万得，中银证券

图表 39.防水产品价格与沥青高度相关



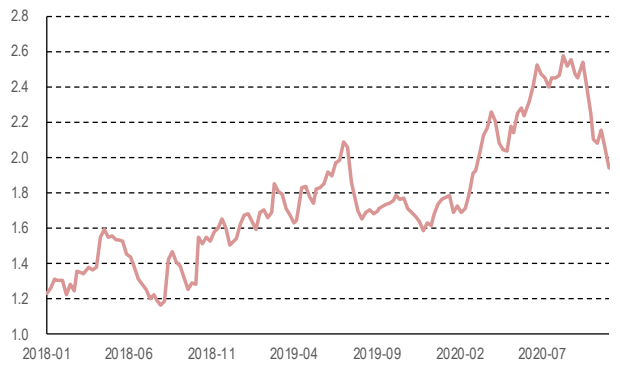
资料来源：万得，中银证券

图表 40. 2019 年四季度以来防水行业有超额收益



资料来源：万得，中银证券

图表 41.行业估值溢价有快速提升

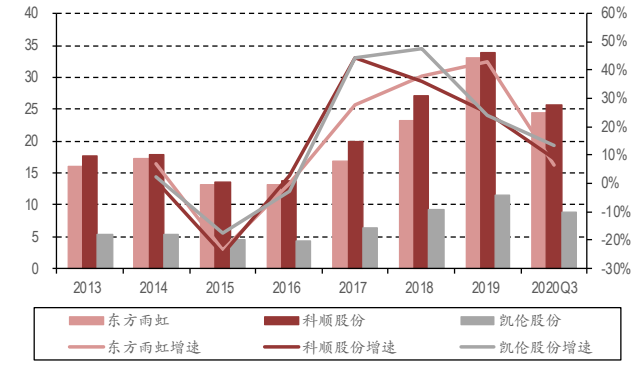


资料来源：万得，中银证券

未来建议进一步关注沥青价格以及相关政策法规颁布增厚龙头业绩：我们认为未来推动行业龙头业绩进一步提升的有两大因素，一方面是沥青价格进一步下跌增厚防水行业龙头业绩；第二是国家颁布政策法规推动防水施工标准提升，对防水材料的用量和质量都有所提升，新增的市场份额将大部分为龙头获取。

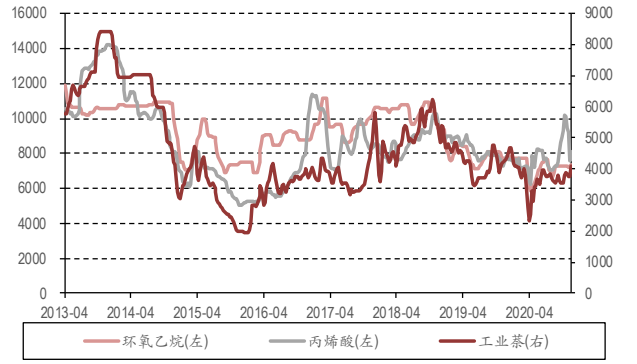
减水剂龙头 2020 年营收增速有所下滑，行业估值溢价恢复正常水平：2019 年四季度以来，同为早周期行业的减水剂迎来超额收益。苏博特、垒知集团、红墙股份均有可观收益。从需求端来看，减水剂是更典型的早周期品，作为添加剂用于混凝土中。2020 年受疫情和雨水天气影响，新开工增速较为疲软。苏博特和垒至集团等行业龙头受益于行业集中度快速提升，发货量增速仍维持 15%-30%的高速增长。但由于年初原材料价格下跌后快速提升，导致减水剂产品价格下调后难易即使回升，单位盈利下滑明显。2020 年总体来看，三大减水剂龙头营收增速有所下滑，行业估值溢价已经回复到正常水平。

图表 42. 减水剂行业三巨头业绩快速增长



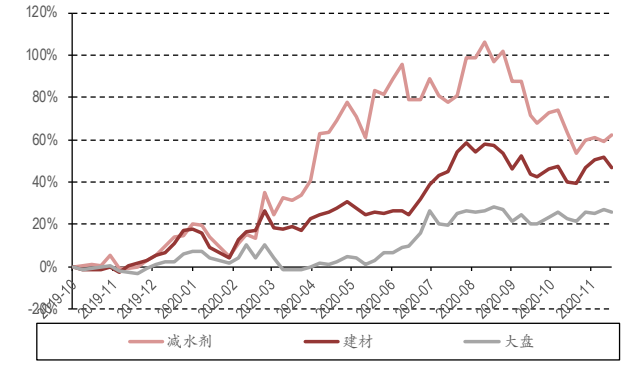
资料来源：万得，中银证券

图表 43.环氧乙烷等原材料价格已恢复正常水平



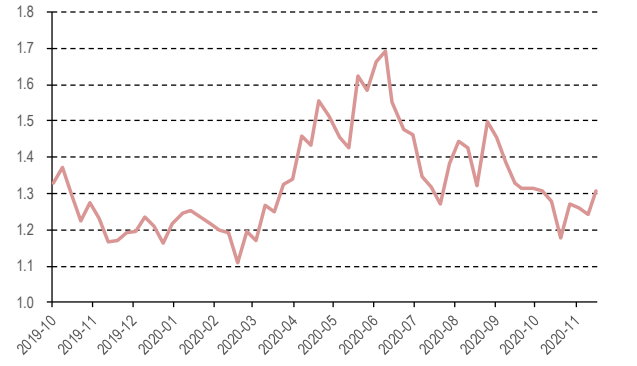
资料来源：万得，中银证券

图表 44. 2020 三季度以来减水剂收益有所回落



资料来源：万得，中银证券

图表 45.行业估值溢价回归正常水平



资料来源：万得，中银证券

2021 年行业需求有望改善，产品单价与利润有望提升：根据我们前文对地产新开工的分析，我们认为 2021 年新开工需求大概率提升，行业需求将有所回暖。行业集中度将稳步提升，苏博特和垒知集团等行业龙头仍将维持 15%-30%左右的发货量增速。随着原材料价格逐步回归正常水平，减水剂产品价格也将逐步调整回升，吨利润相应提升。预计 2021 年减水剂龙头营业收入和利润增速相比 2020 年都将有提升。

3. 其他建材：建议重点关注管材

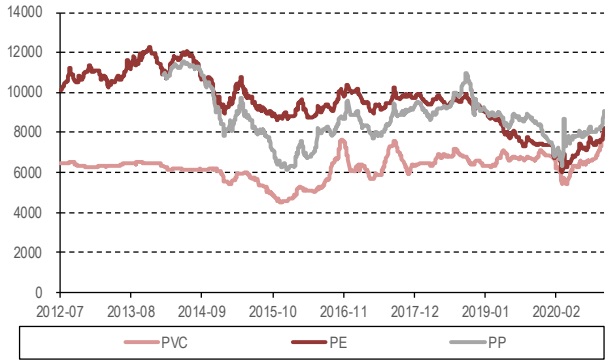
B 端建材业绩增速有所放缓，板块估值溢价有所回落：以三棵树、坚朗五金、蒙娜丽莎等为代表的 B 端建材 2019-2020 年有非常可观的超额收益。该板块崛起的主要原因是精装房渗透加速行业集中，促进其业绩释放。我们认为一方面，B 端建材龙头的业绩快速释放不仅有精装房加速集中的作用，多数 B 端建材龙头上市时间至今为 3-4 年，2019-2020 年刚好是其上市融资后产能建设完毕达产的时间段，业绩释放较快。其次，当前一线城市精装房渗透率已经超过 80%，达到发达国家水平，未来精装房渗透有赖于二三四线城市的贯彻，预计精装房渗透率提升最快的时间已经过去。因此，未来 B 端建材业绩增速或将有所放缓。整体看，2020 年至今，主要 B 端建材龙头业绩增速有所下滑，板块估值溢价水平也在三季度以来有明显的回落。

图表 46. B 端建材 2020 年业绩增速与估值溢价下滑



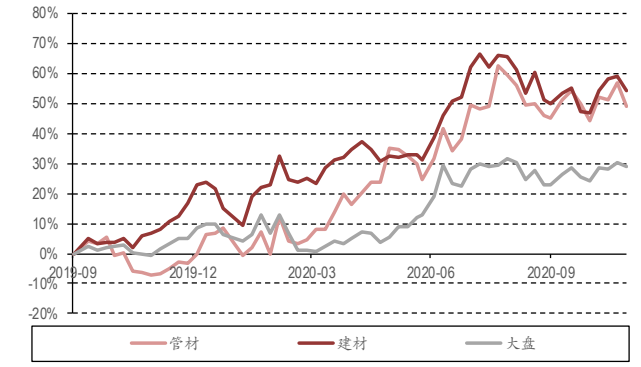
资料来源：万得，中银证券

图表 47.PVC、PE、PP 近期价格上涨



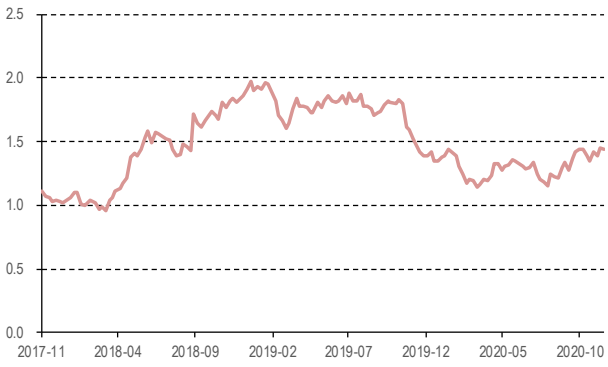
资料来源：iFind，中银证券

图表 48. 2019 年以来管材相对建材板块并无明显超额收益



资料来源：万得，中银证券

图表 49.行业估值溢价处于正常水平



资料来源：万得，中银证券

“旧改”启动与行业集中度提升加持，建议重点关注管材：2020 年建材板块中，玻璃、玻纤、减水剂、防水、B 端建材均有可观的收益。管材相对建材行业基本没有超额收益，行业估值溢价也一直处于正常水平。我们认为随着“旧改”启动以及下游行业集中度提升，部分行业龙头销售规模有增长空间。且随着 PVC、PE、PP 等管材原材料上涨，产品价格有望逐步转嫁至下游，产品单位利润水平得到提升，板块整体营收与利润均有较大增长空间。

投资建议

预计 2021 年水泥行业景气度提升：2020 年受疫情和雨水天气影响，水泥价格承压，整体景气度同比下滑，不及市场预期。预计 2021 年新增熟料产能仍维持在 3000-4000 万吨左右，冲击动能仍保持 1%左右的低水平。2021 年预计地方政府偿债压力加大，经济复苏，基建托底经济或将被弱化，基建投资整体保持稳定。地方政府转让土地使用权补充收入意愿增强，随着土地成交面积增加，预计 2021 年新开工面积将有所回升，地产需求有所提升。总体看 2021 年水泥行业景气度将好于 2020 年。区域上建议关注西北和华中，推荐**华新水泥、祁连山**。

“旧改”启动+行业集中度提升，建议关注管材：随着“旧改”启动以及下游行业集中度提升，部分行业龙头销售规模有增长空间。且随着 PVC、PE、PP 等管材原材料上涨，产品价格有望逐步转嫁至下游，产品单位利润水平得到提升，板块整体营收与利润均有较大增长空间。推荐**永高股份**。

防水建议关注原料价格与政策动向，减水剂应关注产品价格与发货量增速的改善：在疫情和雨水天气影响下，早周期品出货量有所减少。但上市龙头在行业集中度提升的加持下，仍能维持较高的发货量水平。考虑到防水和减水剂行业 2020 年估值水平已经有明显提升，集中度提升的逻辑已为市场所认知。2021 年防水材料应进一步关注沥青价格变动趋势以及政策监管动态可能带来的超预期收益；减水剂应关注产品价格以及发货量增速的回升情况。

玻璃与玻纤处于景气度高点，未来一到两个季度产品价格有望维持高位：当前玻璃行业新增产能较少，库存水平较低，需求向好，行业处于景气高点，预计未来一到二季度价格有望维持高位，龙头业绩持续释放。玻纤行业随着需求改善，价格快速调升，行业龙头逐步新增产能，行业当前处于供需两旺的态势。未来一至两个季度内玻纤价格仍有望维持高位。

B 端建材业绩增速有所放缓，板块估值溢价或将有所回落：2020 年 B 端建材龙头估值大幅提升，我们认为 B 端建材龙头的业绩快速释放不仅有精装房加速集中的作用，多数 B 端建材龙头上市时间至今为 3-4 年，2019-2020 年刚好是其上市融资后产能建设完毕达产的时间段，业绩释放较快。当前一线城市精装房渗透率已超 80%，达到发达国家水平，未来精装房渗透有赖于二三四线城市的贯彻，预计精装房渗透率提升最快的时间已过。因此，未来 B 端建材业绩增速与估值溢价或将有所回落。

优先度排序是水泥>管材>防水>玻纤>玻璃>减水剂>B 端龙头：考虑 2020 年水泥景气度处于低谷，2021 年复苏可能性较大；管材随着原材料价格变动等原因，龙头业绩有望快速增长；防水行业应密切关注政策发布动态；玻璃与玻纤处于景气度高点，未来有望持续；减水剂应关注价格与销售增速提升情况；B 端建材未来业绩增速与估值溢价或将有所回落。

风险提示

1. **水泥景气度复苏不及预期**：当前水泥行业景气度处于较低水平，2021 年景气度有望复苏。但考虑 2021 年新开工需求恢复以及新增产能仍有不确定性，行业景气度改善或将不及预期。
2. **管材龙头业绩增长不及预期：**旧改与行业集中度提升作用下，管材行业集中度有望提升。但近期 PVC、PE、PP 等原材料价格提升对塑料管产品价格的影响仍具有不确定性，管材龙头业绩提升或将不及预期。
3. **行业政策风险：**市场预期国家颁布政策法规推动防水施工标准提升，对防水材料的用量和质量都有所提升，新增的市场份额将大部分为龙头获取。但政策法规颁布时间进度有不确定性，若政策无法按时落地则龙头业绩增长或将不及预期。
4. **海外疫情持续蔓延**：海外需求是玻纤需求不可忽略的一部分。当前海外特别是美国、拉美、印度地区疫情仍有加速态势，预计对海外需求和相应区域产能生产造成较大影响。

附录图表 50. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
000786.SZ	北新建材	买入	40.45	670.73	0.26	1.60	154.92	25.30	9.36
601636.SH	旗滨集团	买入	11.81	346.52	0.50	0.69	23.56	17.07	3.25
002233.SZ	塔牌集团	买入	13.81	167.87	1.45	1.74	9.50	7.95	8.52
002398.SZ	垒知集团	买入	9.22	60.87	0.58	0.58	15.86	15.87	4.44
600801.SH	华新水泥	买入	24.55	463.25	3.03	2.84	8.12	8.65	10.52
002271.SZ	东方雨虹	买入	34.26	897.13	0.88	1.31	39.05	26.17	8.40
002641.SZ	永高股份	买入	7.06	86.68	0.42	0.64	16.98	11.00	3.40
300737.SZ	科顺股份	买入	21.24	141.28	0.60	1.29	35.58	16.47	6.26
600720.SH	祁连山	买入	15.40	129.25	1.59	2.36	9.69	6.53	10.07
600585.SH	海螺水泥	未有评级	55.50	2,915.94	6.34	6.70	8.76	8.28	28.59
002372.SZ	伟星新材	未有评级	19.73	314.15	0.63	0.67	31.57	29.34	2.44
600176.SH	中国巨石	未有评级	17.19	627.61	0.61	0.60	28.28	28.78	4.69
603737.SH	三棵树	未有评级	137.31	403.41	1.51	2.16	90.91	63.55	8.77
603826.SH	坤彩科技	未有评级	43.06	181.49	0.31	0.49	137.27	88.38	3.26
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	9.08	75.23	0.51	0.55	17.84	16.50	2.13
000012.SZ	南玻 A	未有评级	6.95	168.64	0.17	0.27	39.78	25.49	3.31
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	27.44	128.63	1.07	1.40	25.75	19.61	7.86
000789.SZ	万年青	未有评级	14.97	127.02	1.72	2.10	8.72	7.14	6.95
603378.SH	亚士创能	未有评级	48.52	95.16	0.59	1.64	82.78	29.52	8.05
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	16.12	84.03	1.31	1.30	12.26	12.39	9.90
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	22.72	198.77	2.87	3.26	7.93	6.98	7.67
002798.SZ	帝欧家居	未有评级	21.14	89.46	1.46	1.70	14.53	12.46	10.49
600660.SH	福耀玻璃	未有评级	39.92	992.10	1.16	1.06	34.55	37.56	8.37
000877.SZ	天山股份	未有评级	16.61	195.90	1.56	1.92	10.65	8.64	9.79
002088.SZ	鲁阳节能	未有评级	12.95	50.64	0.94	0.99	13.77	13.11	6.17
002718.SZ	友邦吊顶	未有评级	16.85	20.44	0.73		22.96		9.89

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 11 月 27 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



600801.SH

买入

市场价格：人民币 24.64

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4.1)	4.3	(12.9)	15.1
相对上证指数	(13.1)	1.7	(12.6)	(0.6)

发行股数(百万)	2,097
流通股(%)	65
总市值(人民币 百万)	51,660
3 个月日均交易额(人民币 百万)	290
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
HOLCHIN B.V.	40

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武
haowu.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

华新水泥

华中地区水泥龙头，深蹲起跳复苏可期

公司作为华中与西南地区龙头，2020 年受到疫情与长江流域雨水天气冲击较大。随着疫情与雨水天气影响渐行渐远，公司未来仍有产能投放，基本面有望迎来明显改善，深蹲起跳复苏可期。

支撑评级的要点

- **历史悠久的水泥龙头，坐拥亿吨水泥产能**：公司创始于 1907 年湖北水泥厂，1994 年在上交所上市，1999 年与瑞士 Holcim 集团合作。根据中国水泥网数据，2019 年底公司有熟料产能 6,181.4 万吨，主要集中在湖北、湖南、云南三省；水泥产能近 1 亿吨，砼产能 2,235 万立，骨料产能 4,900 万吨。2019 年公司营收 314.4 亿，同增 14.8%；归母净利 63.4 亿，同增 22.4%；水泥熟料销量合计 7693 万吨，单价 354.3 元，吨毛利 146.2 元。2020 年一至三季度公司营收 204.1 亿，同减 9.2%；归母净利 40.2 亿，同减 16.9%；水泥熟料销量 5,275 万吨，单价 331 元，吨毛利 69.5 元，同比均有下滑。
- **深耕华中西南，骨料业务强势崛起**：2019 年公司水泥、混凝土、熟料、骨料收入分别为 264.7、18.1、7.9、10.3 亿元；收入占比分别为 84.2%、5.8%、2.5%、3.3%；近年公司发力骨料业务，营收占比逐步崛起。湖北、湖南、云南三省营收分别为 107.8、31.6、55.1 亿元；营收占比分别为 34.3%、10.0%、17.5%，业务集中在华中和西南地区。
- **深蹲起跳复苏可期**：2020 年以来，在疫情和长江流域雨水天气影响下，公司产能布局较多的区域均受到较大冲击，基本面数据明显回落。我们认为，随着疫情和雨水天气影响渐行渐远，2020 年上半年公司业绩基数较低，以及后续公司持续投放海外熟料和骨料产能，2021 年公司营收与利润有望迎来快速增长。

估值

- 看好湖北地区景气度复苏以及未来公司产能投放，预计 2020-2022 年，公司营收为 297.2、348.0、372.1 亿元；净利润 59.5、73.4、76.3 亿元；EPS2.84、3.50、3.64 元。首次覆盖给予公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期，区域景气度恢复不及预期，原材料价格波动。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	27,466	31,439	29,715	34,797	37,201
变动(%)	31	14	(5)	17	7
净利润(人民币 百万)	5,181	6,342	5,949	7,347	7,625
全面摊薄每股收益(人民币)	2.471	3.025	2.837	3.504	3.637
变动(%)	148.9	22.4	(6.2)	23.5	3.8
全面摊薄市盈率(倍)	9.9	8.1	8.7	7.0	6.8
价格/每股现金流量(倍)	8.5	6.1	8.7	6.6	5.6
每股现金流量(人民币)	2.90	4.04	2.81	3.72	4.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	5.1	7.5	6.1	5.7
每股股息(人民币)	0.20	0.82	0.71	0.88	0.91
股息率(%)	0.8	3.3	2.9	3.6	3.7

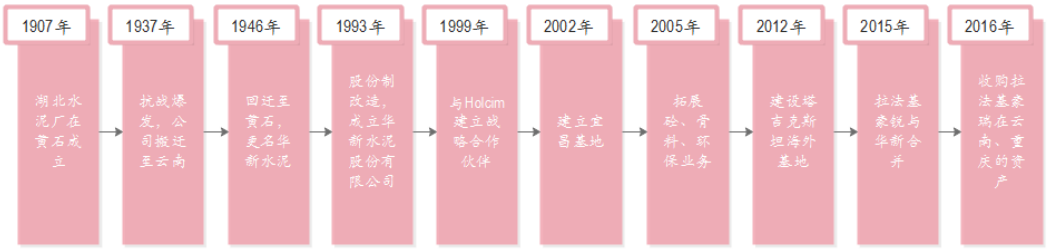
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、公司概况：百年名企，中外合资龙头

1. 百年名企，深耕水泥行业多年

百年名企，深耕水泥行业多年：华新水泥创始于 1907 年，前身为湖北水泥厂，是我国水泥行业最早的企业之一。被誉为“中国水泥工业摇篮”1993 年，公司实行股份制改造；1994 年公司登陆上交所 A、B 交易。1999 年，公司与全球最大水泥制造商之一瑞士 Holcim 集团结为战略伙伴关系。2015 年，拉法基豪瑞中国和华新水泥实行整合。2016 年，公司收购拉法基豪瑞位于云南、重庆 6 家公司的股权，进一步巩固在低碳水泥、水泥窑协同处置，节能减排，工业系统生态设计、安全生产、职业健康等多个领域的领导地位。

图表 51. 公司历史发展沿革

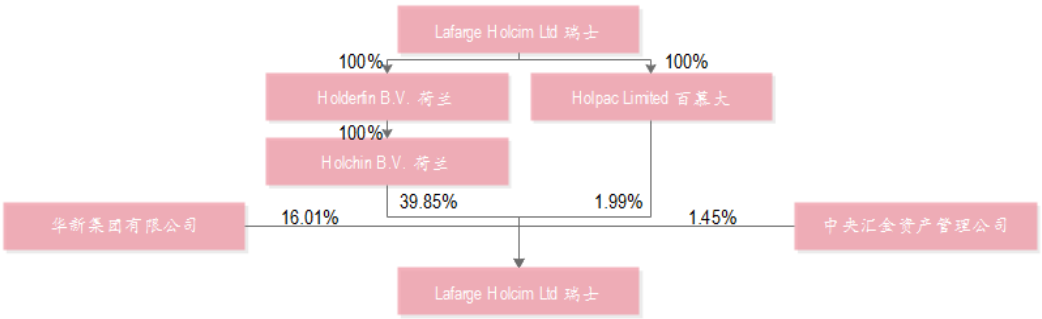


资料来源：万得，中银证券

2. 外资 Lafarge Holcim Ltd 为实际控制人

外资 Lafarge Holcim Ltd 为实际控制人：公司实际控制人为 Lafarge Holcim Ltd，通过旗下子公司合计持有华新水泥 41.8%股份。国企华新集团和中央汇金资管分别持有公司股份 16.0%和 1.5%。百年民族企业引入外资，为公司不断提升生产能力和创新能力创造了良好条件，也使得公司带有海外基因，进行海外业务发展有较大的动力。

图表 52. 公司股权结构图

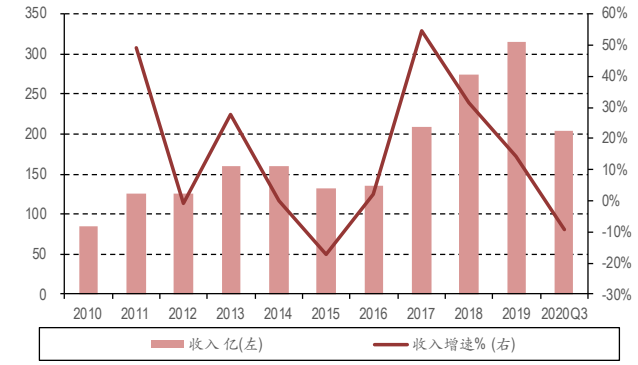


资料来源：万得，中银证券

二、业务概况：深耕华中西北，专注水泥主业

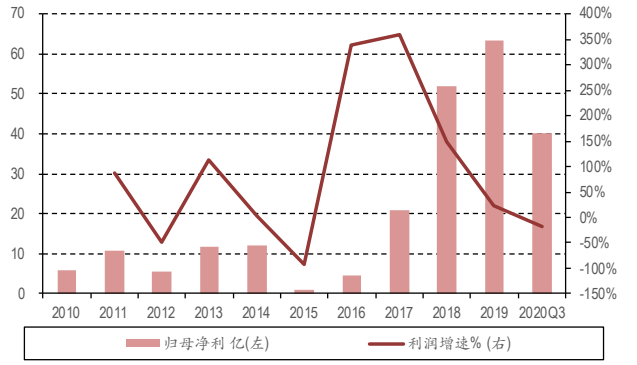
疫情和雨水天气冲击下，2020 年营收与盈利同比均有下滑：2019 年公司营收 314.4 亿，同增 14.8%；归母净利 63.4 亿，同增 22.4%；水泥熟料销量合计 7693 万吨，单价 354.3 元，吨毛利 146.2 元。2020 年一至三季度公司营收 204.1 亿，同减 9.2%；归母净利 40.2 亿，同减 16.9%；水泥熟料销量 5,275 万吨，单价 331 元，吨毛利 69.5 元，同比均有下滑。疫情和雨水天气冲击下，公司 2020 年营收与盈利同比均有所下滑。

图表 53. 公司近年来营业收入变动情况



资料来源：万得，中银证券

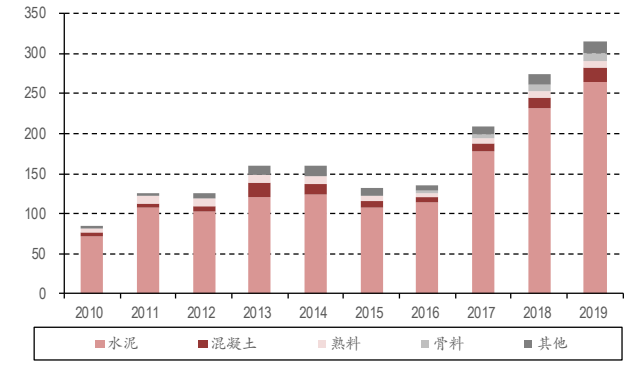
图表 54. 公司近年来归母净利变动情况



资料来源：万得，中银证券

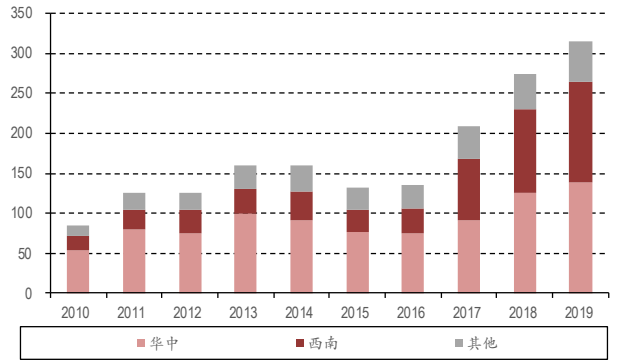
深耕华中西南，骨料业务强势崛起：2019 年公司水泥、混凝土、熟料、骨料收入分别为 264.7、18.1、7.9、10.3 亿元；收入占比分别为 84.2%、5.8%、2.5%、3.3%；近年公司发力骨料业务，营收占比逐步崛起。湖北、湖南、云南三省营收分别为 107.8、31.6、55.1 亿元；营收占比分别为 34.3%、10.0%、17.5%，业务集中在华中和西南地区。

图表 55. 水泥占收入大头，骨料业务占比提升



资料来源：万得，中银证券

图表 56. 华中西南公司收入主要来源区域

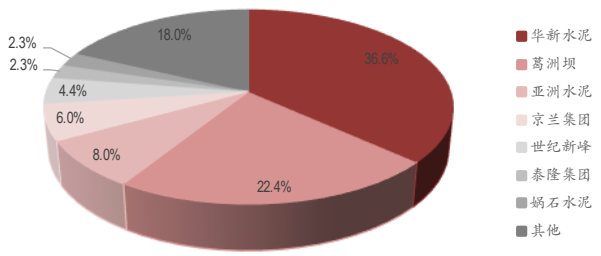


资料来源：万得，中银证券

三、区域分析：重点省份区域景气度有望回升

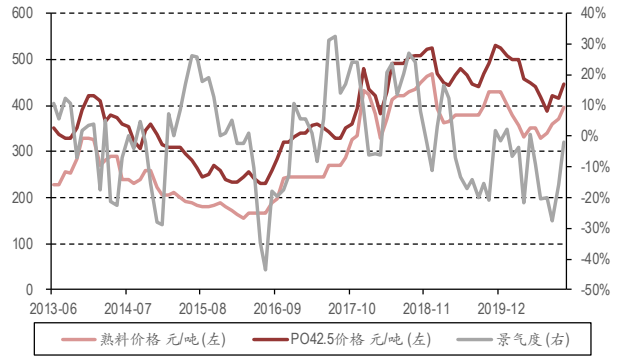
湖北省内第一龙头地位不可撼动，省内水泥景气度有望回升：湖北省是公司产能投放最为集中的省份。根据中国水泥网数据，2019 年底，公司在湖北省内熟料产能 2,449 万吨，省内占有率达到 36.6%，排名第一。省内主要竞争对手为葛洲坝、亚洲水泥、京兰集团、世纪新峰，熟料产能分别为 1,494.2、533.2、403.0、294.5 万吨；省内占比分别为 22.4%、8.0%、6.0%、4.4%。除了葛洲坝，其他竞争对手和华新水泥熟料产能有较大差距。2020 年以来，湖北省最为疫情中心以及长江流域雨水天气影响的重灾区，全年区域内水泥行业景气度持续下滑，水泥价格同比下降。我们认为随着疫情和雨水天气影响渐行渐远，湖北省内水泥行业景气度将有所回升。

图表 57. 公司是湖北省内第一龙头



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

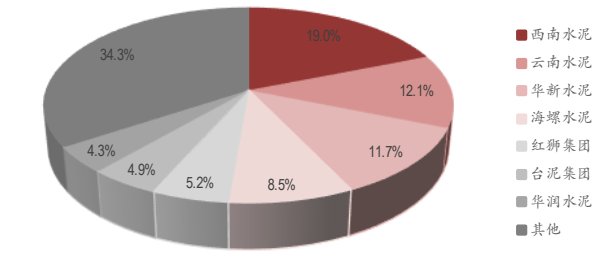
图表 58. 湖北省内水泥景气度持续下降



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

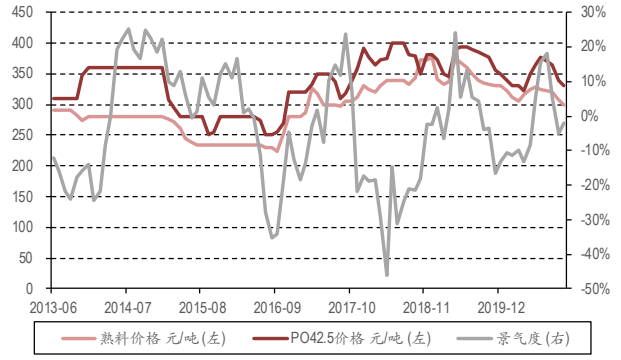
公司是云南省内第三龙头，随着区域内产能投放进入尾声，省内水泥景气度有望提升：云南省是公司产能投放第二集中的省份。根据中国水泥网数据，2019 年底公司在云南省内建设产能 1,044.7 万吨，省内占比 11.7%，排名第三。其他主要竞争对手是西南水泥、云南水泥、海螺水泥、红狮集团；熟料产能分别为 1,695.7、1.085.0、759.5、465.0 万吨；省内占比分别为 19.0%、12.1%、8.5%、5.2%。云南省内前五龙头熟料产能规模较为接近。2018 年以来，因云南省内有较多产能投放，省内行业景气度一直处于地位，随着产能投放逐步进入尾声，行业供需格局改善，省内景气度有望提升。

图表 59. 公司是云南省内第三龙头



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

图表 60. 云南省内水泥景气度低位回升

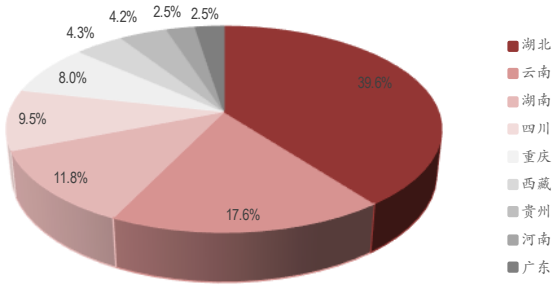


资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

四、公司基本面：领先同行，基本面有望改善

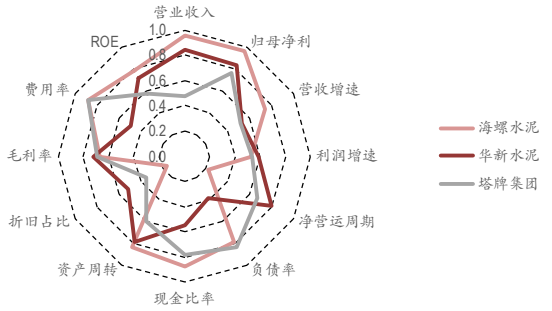
产能主要布局在鄂、湘、川、滇四省，各项财务指标与同行相比处于中上水平：公司产能主要集中在湖北、云南、湖南、四川四省份，熟料产能分别为 2,449.0、1,088.1、728.5、589.0 万吨，占公司熟料产能占比分别为 39.6%、17.6%、11.8%、9.5%。和其他主要上市水泥龙头相比，公司各项财务指标表现较为均衡，处于行业中上水平。其中最近五年来，公司毛利率水平略高于同行。

图表 61. 公司产能主要布局在鄂、湘、川、滇四省



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

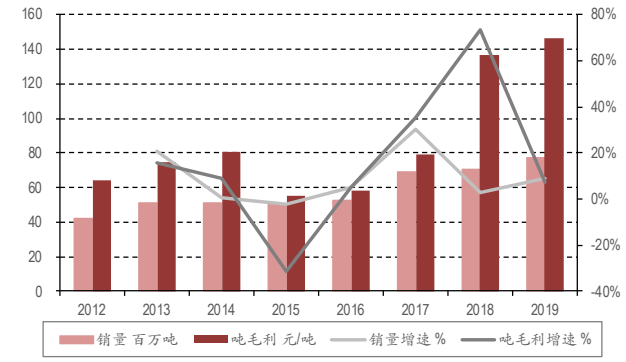
图表 62. 公司各项财务指标与同行相比处于中上水平



资料来源：万得，中银证券

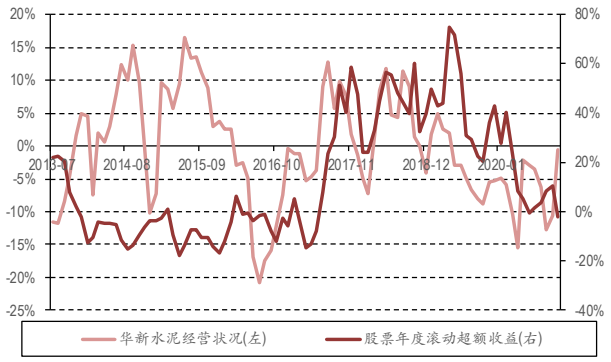
2020 年水泥销售量价同比均有下滑，公司基本面处于低位，未来有望改善：2019 年水泥熟料销量合计 7693 万吨，单价 354.3 元，吨毛利 146.2 元。2020 年一至三季度公司水泥熟料销量 5,275 万吨，单价 331 元，吨毛利 69.5 元，量价同比均有下滑。通过加权计算公司所在不同区域市场景气度，可以发现当前公司基本面整体处于低位，公司股票相对水泥指数年度滚动超额收益也在下跌，目前公司估值水平整体合理，随着华中西南等区域景气度改善，公司基本面提升，股价有提升空间。

图表 63. 近年来公司水泥销售量价本情况



资料来源：万得，中银证券

图表 64. 近年来公司股价表现和基本面基本一致



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**27,466**	**31,439**	**29,715**	**34,797**	**37,201**
销售成本	16,575	18,625	17,619	20,433	21,818
经营费用	3,539	4,137	4,181	4,558	4,873
息税折旧前利润	**8,678**	**10,029**	**9,602**	**11,787**	**12,739**
折旧及摊销	1,605	1,783	1,897	2,196	2,446
经营利润(息税前利润)	**7,073**	**8,246**	**7,705**	**9,591**	**10,293**
净利息收入/(费用)	(466)	(208)	(201)	(327)	(682)
其他收益/(损失)	48	86	79	119	119
税前利润	**6,607**	**8,038**	**7,504**	**9,264**	**9,611**
所得税	1,426	1,695	1,556	1,916	1,986
少数股东权益	524	678	274	318	317
净利润	**5,181**	**6,342**	**5,949**	**7,347**	**7,625**
核心净利润	**5,133**	**6,256**	**5,869**	**7,228**	**7,506**
每股收益 (人民币)	2.471	3.025	2.837	3.504	3.637
核心每股收益 (人民币)	2.448	2.984	2.799	3.447	3.580
每股股息 (人民币)	0.200	0.821	0.710	0.880	0.910
收入增长(%)	31	14	(5)	17	7
息税前利润增长(%)	104	17	(7)	24	7
息税折旧前利润增长(%)	71	16	(4)	23	8
每股收益增长(%)	149	22	(6)	24	4
核心每股收益增长(%)	185	22	(6)	23	4

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5,327	6,497	11,508	18,178	19,087
应收帐款	2,449	1,146	1,069	1,272	1,763
库存	2,079	1,997	1,869	2,207	2,480
其他流动资产	806	696	590	590	590
流动资产总计	**10,550**	**10,229**	**15,036**	**22,247**	**23,920**
固定资产	16,117	16,715	19,500	20,431	21,330
无形资产	3,404	3,870	3,741	3,612	3,709
其他长期资产	3,091	5,832	3,838	3,172	13,807
长期资产总计	**22,611**	**26,416**	**27,078**	**27,215**	**38,847**
总资产	**33,162**	**36,645**	**42,115**	**49,462**	**62,766**
应付帐款	3,789	5,312	5,037	5,808	6,687
短期债务	621	197	197	197	1,777
其他流动负债	5,742	3,515	3,148	3,204	3,290
流动负债总计	**10,152**	**9,025**	**8,382**	**9,208**	**11,754**
长期借款	2,444	2,040	3,040	4,040	9,040
其他长期负债	2,246	2,213	2,592	3,030	3,517
股本	1,498	2,097	2,935	2,935	2,935
储备	16,822	21,271	25,167	30,249	35,520
股东权益	**18,319**	**23,368**	**28,102**	**33,184**	**38,455**
少数股东权益	1,646	2,059	2,333	2,651	2,968
总负债及权益	**33,162**	**36,645**	**42,115**	**49,462**	**62,766**
每股帐面价值 (人民币)	7.95	10.16	8.78	10.40	12.09
每股有形资产 (人民币)	13.84	10.89	12.80	15.34	15.91
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.01)	(0.70)	(1.94)	(3.72)	(1.62)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	6,607	8,038	7,504	9,264	9,611
折旧与摊销	1,605	1,783	1,897	2,196	2,446
净利息费用	466	208	201	327	682
运营资本变动	(602)	(157)	439	(286)	(1,781)
税金	3,390	3,898	2,074	2,038	2,077
其他经营现金流	(4,770)	(4,405)	(3,081)	(3,305)	(3,931)
经营活动产生的现金流	**7,900**	**9,679**	**8,156**	**10,806**	**12,666**
购买固定资产净值	1,916	4,021	2,559	2,332	17
投资减少/增加	(93)	466	(99)	(99)	13,401
其他投资现金流	(6)	6,672	2,559	2,332	13,517
投资活动产生的现金流	**(1,829)**	**2,185**	**99**	**99**	**99**
净增权益	(171)	(167)	0	0	0
净增债务	(3,146)	(2,997)	1,000	1,000	5,000
支付股息	419	2,411	2,084	2,583	2,671
其他融资现金流	(647)	69	399	(321)	(669)
融资活动产生的现金流	**(4,384)**	**(5,507)**	**(685)**	**(1,904)**	**1,660**
现金变动	1,704	(318)	5,011	6,670	909
期初现金	3,606	5,327	6,497	11,508	18,178
公司自由现金流	6,071	11,864	8,256	10,906	12,765
权益自由现金流	2,277	8,936	9,654	11,585	17,096

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	31.6	31.9	32.3	33.9	34.2
息税前利润率(%)	25.8	26.2	25.9	27.6	27.7
税前利润率(%)	24.1	25.6	25.3	26.6	25.8
净利率(%)	20.8	22.3	20.9	22.0	21.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.1	1.8	2.4	2.0
利息覆盖率(倍)	18.6	48.2	47.8	36.0	18.7
净权益负债率(%)	(0.1)	(8.8)	(20.2)	(32.9)	(12.4)
速动比率(倍)	0.8	0.9	1.6	2.2	1.8
估值					
市盈率 (倍)	9.9	8.1	8.7	7.0	6.8
核心业务市盈率(倍)	10.0	8.2	8.8	7.1	6.9
市净率 (倍)	3.1	2.4	2.8	2.4	2.0
价格/现金流 (倍)	8.5	6.1	8.7	6.6	5.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.2	5.1	7.5	6.1	5.7
周转率					
存货周转天数	27.6	23.2	23.0	23.2	24.3
应收帐款周转天数	32.5	13.3	13.1	13.3	17.3
应付帐款周转天数	83.4	104.1	104.3	103.7	111.9
回报率					
股息支付率(%)	8.1	27.2	25.0	25.1	25.0
净资产收益率 (%)	31.1	30.0	22.1	23.1	20.7
资产收益率 (%)	17.2	19.2	14.8	15.5	12.7
已运用资本收益率(%)	23.5	23.4	18.0	18.8	15.5

资料来源：公司公告，中银证券预测



600720.SH

买入

市场价格：人民币 15.76

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	27.9	7.6	(20.6)	47.7
相对上证指数	18.9	5.0	(20.3)	32.0

发行股数(百万)	776
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	12,234
3 个月日均交易额(人民币 百万)	413
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	13

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武
haowu.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

祁连山

西北水泥龙头，受益区域需求回升核心标的

公司是西北水泥龙头，主要产能分布于陕西和青海，分别是两省份第一和第三大熟料厂商。随着西北地区需求改善景气度提升，公司作为区域龙头有望充分受益。

支撑评级的要点

- **西北水泥龙头，坐拥 1,968 万吨水泥熟料产能**：公司是中国建材集团旗下水泥企业，前身是建于 1957 年的永登水泥厂；1996 年公司股票挂牌上交所交易。根据数字水泥网，2019 年公司合计拥有水泥产能 1,968.5 万吨。2019 年公司营收 60.2 亿元，同增 15.3%；归母净利 14.5 亿元，同增 39.0%；公司水泥熟料销售 2,230.2 万吨，同增 11.4%；吨毛利 104.3 元，同增 16.0%。2020 年一至三季度公司营收 60.2 亿元，同增 15.3%；归母净利 14.5 亿元，同增 39.0%。行业整体景气度下降的情况下，公司基本面逆势提升。
- **深耕西北地区，专注传统水泥业务**：2019 年公司水泥、混凝土、熟料、骨料收入分别为 60.2、5.8、2.9、0.1 亿元；收入占比分别为 86.8%、8.4%、4.1%、0.2%；传统水泥业务占营收绝对主力。甘肃和青藏地区营收额分别为 60.4、8.5 亿元；营收占比分别为 87.2%、12.3%，合计达到 99.5%，业务集中在西北地区。
- **多因素驱动下，公司盈利弹性有望充分释放**：2020 年以来，甘青地区水泥价格同比明显提升，库容比下降到近年来历史最低水平。随着西北地区需求有望持续性提升，2020-2021 年公司依然存在一定销量弹性，单位成本也有望下降。多因素影响下，公司盈利弹性有望充分释放。

估值

- 考虑公司基本面处于向上态势，估值有望提升，预计 2020-2022 年，公司营收为 81.6、89.6、94.1 亿元；归母净利 18.3、20.4、21.4 亿元；EPS2.36、2.62、2.76 元。首次给予公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 区域景气度下降，竞争格局恶化，原材料价格波动。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	5,775	6,931	8,158	8,958	9,406
变动(%)	(3)	20	18	10	5
净利润(人民币 百万)	655	1,234	1,830	2,035	2,140
全面摊薄每股收益(人民币)	0.843	1.590	2.357	2.621	2.757
变动(%)	13.9	88.5	48.2	11.2	5.2
全面摊薄市盈率(倍)	18.3	9.7	6.5	5.9	5.6
价格/每股现金流量(倍)	13.4	4.7	5.0	4.5	4.4
每股现金流量(人民币)	1.15	3.28	3.06	3.40	3.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	5.8	4.2	3.8	3.7
每股股息(人民币)	0.30	0.55	0.71	0.79	0.83
股息率(%)	1.9	3.6	4.6	5.1	5.4

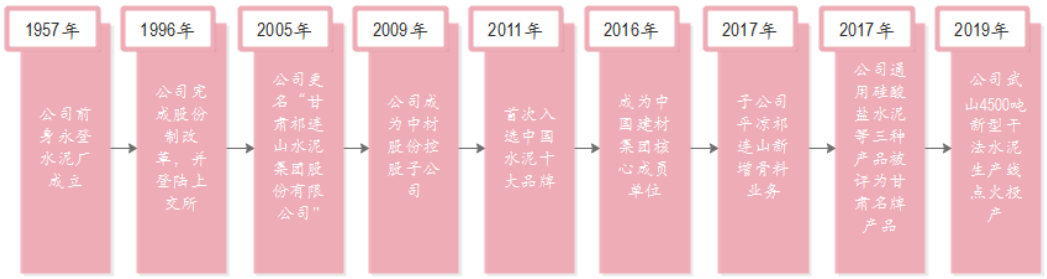
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、公司概况：中国建材旗下西北水泥龙头

1. 深耕水泥行业多年的西北水泥龙头

深耕水泥行业多年的西北水泥龙头：公司前身是“一五”时期全国 156 个重点工业项目永登水泥厂。1996 年，公仔在永登水泥厂的基础上进行股份制改制成立，并于 1996 年 7 月份在上交所挂牌上市。公司通过新建、并购等方式在甘青地区进行战略布局。目前公司已经形成兰州、永登、天水、甘谷、平凉、成县、漳县、文县、龙南等十六家水泥生产基地。同时积极延伸产业链，投入运营 9 个商品砼生产基地和 2 个骨料生产基地。

图表 65. 公司历史发展沿革

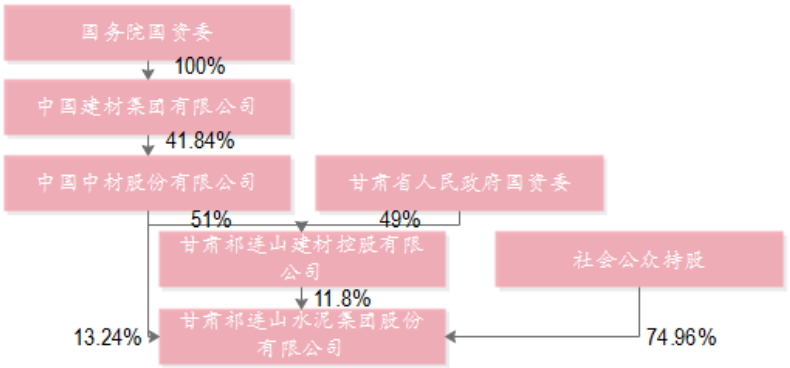


资料来源：万得，中银证券

2. 中国建材旗下水泥企业

中国建材旗下水泥企业：公司实际控制人为中国建材集团。中国建材集团子公司中国中材通过持有甘肃祁连山控股集团 51%股份间接持有公司 11.8%股份；另外中国中材直接持有公司 13.2%股份，合计持有公司 25%股份，是公司实际控制人。甘肃省国资委持有祁连山建材控股集团 49%股份。

图表 66. 公司股权结构图

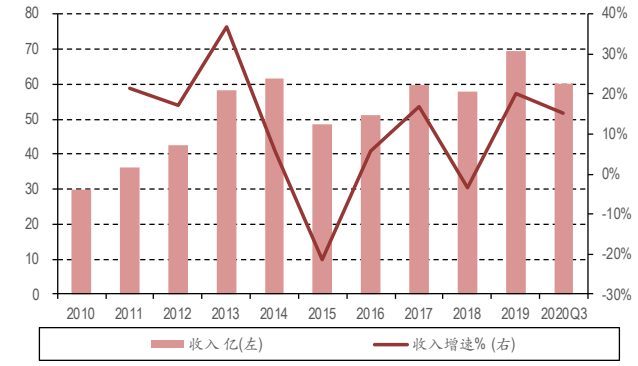


资料来源：万得，中银证券

二、业务概况：深耕甘青地区，专注水泥主业

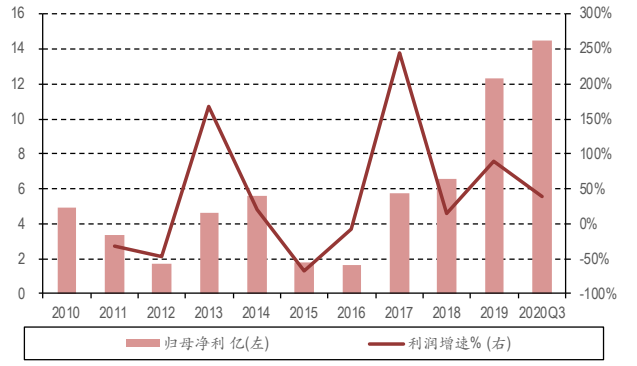
行业整体景气度下降的情况下，2020 年公司基本面逆势提升。:2019 年公司营收 60.2 亿元，同增 15.3%；归母净利 14.5 亿元，同增 39.0%；公司水泥熟料销售 2,230.2 万吨，同增 11.4%；吨毛利 104.3 元，同增 16.0%。2020 年一至三季度公司营收 60.2 亿元，同增 15.3%；归母净利 14.5 亿元，同增 39.0%。行业整体景气度下降的情况下，公司基本面逆势提升。

图表 67. 公司近年来营业收入变动情况



资料来源：万得，中银证券

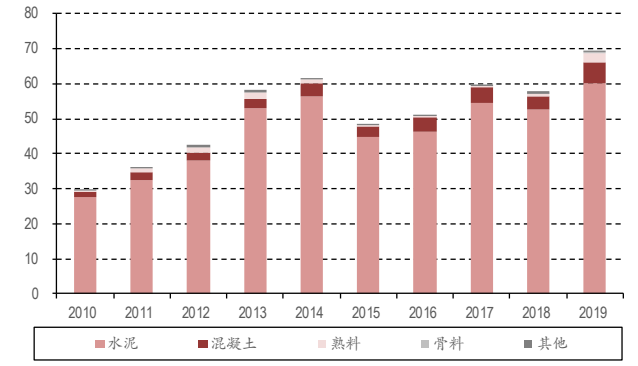
图表 68. 公司近年来归母净利变动情况



资料来源：万得，中银证券

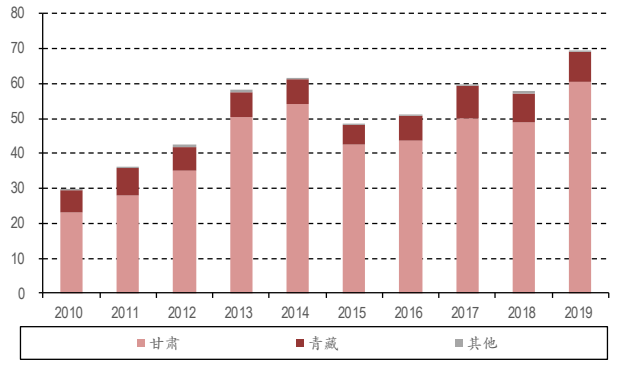
深耕西北地区，专注传统水泥业务：2019 年公司水泥、混凝土、熟料、骨料收入分别为 60.2、5.8、2.9、0.1 亿元；收入占比分别为 86.8%、8.4%、4.1%、0.2%；传统水泥业务占营收绝对主力。甘肃和青藏地区营收额分别为 60.4、8.5 亿元；营收占比分别为 87.2%、12.3%，合计达到 99.5%，业务集中在西北地区。

图表 69. 水泥占收入大头，骨料业务占比提升



资料来源：万得，中银证券

图表 70. 甘肃青藏是公司收入主要来源区域

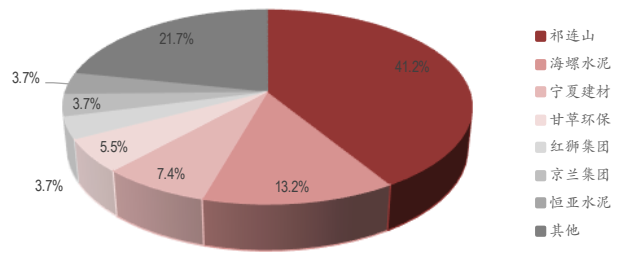


资料来源：万得，中银证券

三、区域分析：西北地区整体景气度上行

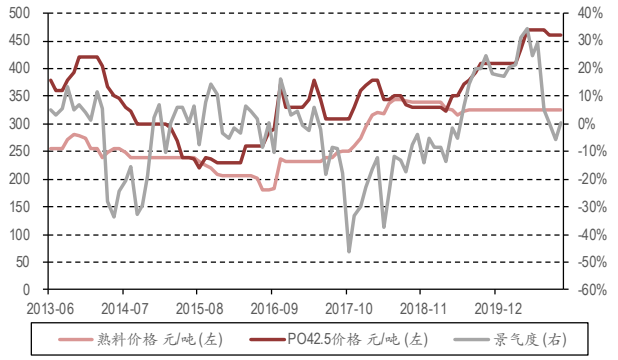
甘肃省内第一龙头地位不可撼动，省内水泥景气度持续高位：甘肃省是公司产能投放最为集中的省份。根据中国水泥网数据，2019 年底，公司在甘肃省内投放熟料产能合计 1,736 万吨，省内占比达到 41.2%，排名第一。其他主要竞争对手为海螺水泥、宁夏建材、甘草环保；熟料产能分别为 558、310、232 万吨；省内占比分别为 13.2%、7.4%、5.5%。其他主要竞争对手产能规模和公司相比仍有较大差距，公司省内龙头的地位不可撼动。2020 年以来，甘青地区水泥价格同比明显提升，库容比下降到近年来历史最低水平。随着西北地区需求有望持续性提升，2020-2021 年公司依然存在一定销量弹性，单位成本也有望下降。多因素影响下，公司盈利弹性有望充分释放。

图表 71. 公司是甘肃省内第一龙头



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

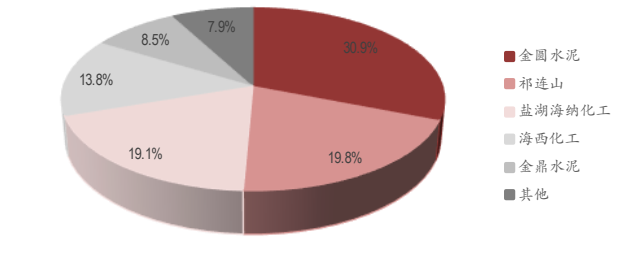
图表 72. 甘肃省内水泥景气度持续攀升



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

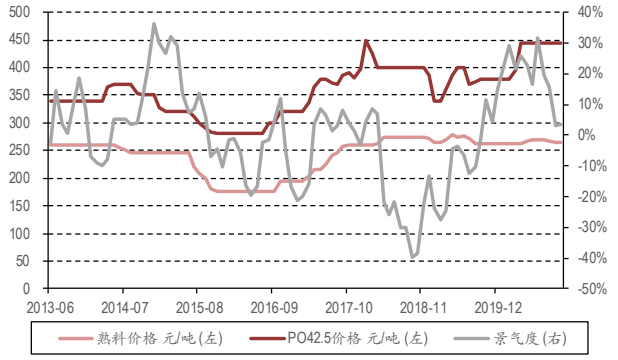
青海省内主要龙头，省内水泥景气度持续高位，公司业绩有望释放：公司其他产能主要布局在青海省内。根据中国水泥网数据，2019 年底，公司在青海省内有熟料产能 1,085 万吨，省内占比 19.8%，排名第二。省内其他主要竞争对手为金圆水泥、盐湖海纳化工、海西化工、金鼎水泥；熟料产能分别为 1,695.7、1,044.7、759.5、465.0 万吨；省内占比分别为 30.9%、19.1%、13.8%、8.5%。省内前三龙头熟料产能规模较为接近。青海省内景气水平和甘肃省内接近，随着区域景气度持续高位，公司业绩有望逐步释放。

图表 73. 公司是青海省内第二龙头



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

图表 74. 青海省内水泥景气度持续攀升

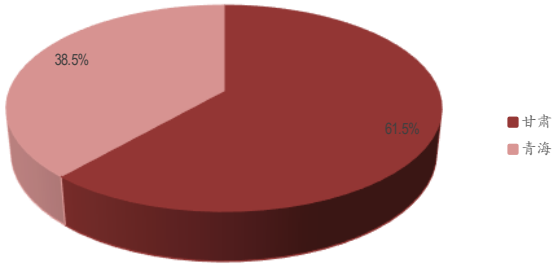


资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

四、公司基本面：多因素作用，弹性有望释放

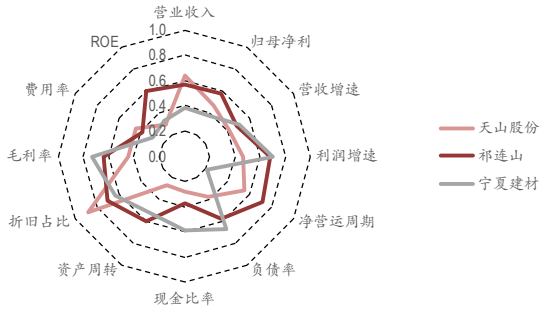
产能主要布局在甘、青两省，各项财务指标与同行相比西北水泥上市公司表现较好：公司产能主要集中在甘肃和青海两个省份，产能分别为 1,736.0 和 1,085.0 万吨，占比分别为 61.5%和 38.5%。公司各项财务指标相比天山股份、宁夏建材等其他西北水泥会上市公司表现较好，均优于同行。

图表 75. 公司产能主要布局在甘肃、青海两省



资料来源：万得，中国水泥网，中银证券

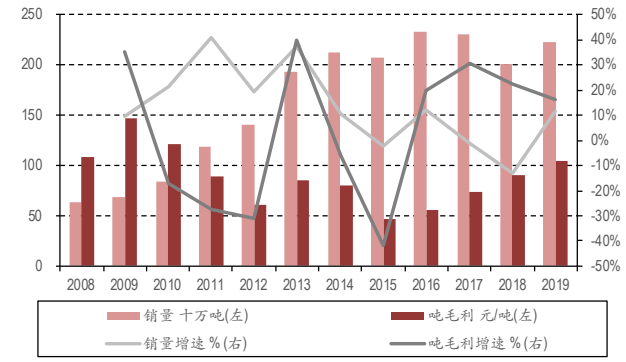
图表 76. 公司各项财务指标与西北同行相比处于中上水平



资料来源：万得，中银证券

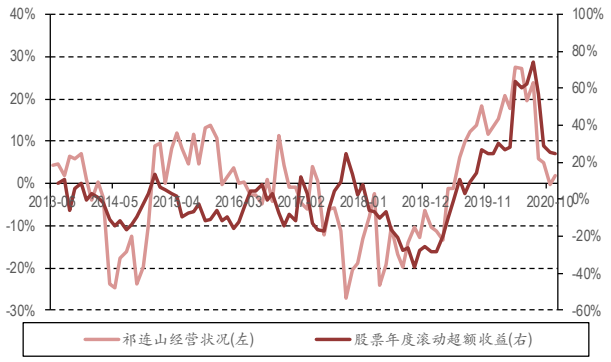
2019 年以来公司经营基本面向好，随着区域景气度持续保持高位，业绩仍将持续释放：公司水泥熟料销售 2,230.2 万吨，同增 11.4%；吨毛利 104.3 元，同增 16.0%。2020 年，公司经营延续整体向好态势。通过加权计算公司所在不同区域市场景气度，可以发现当前公司经营基本面整体处于较高水平，公司股票相对水泥指数年度滚动超额收益有所提升，目前公司估值水平整体合理，随着甘青地区需求持续提升，区域景气度持续保持高位，公司业绩持续释放，股价仍有持续提升空间。

图表 77. 近年来公司水泥销售量价本情况



资料来源：万得，中银证券

图表 78. 近年来公司股价表现和基本面基本一致



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**5,775**	**6,931**	**8,158**	**8,958**	**9,406**
销售成本	3,863	4,395	4,863	5,338	5,605
经营费用	957	1,127	1,028	1,129	1,185
息税折旧前利润	**1,486**	**2,047**	**2,841**	**3,109**	**3,240**
折旧及摊销	597	549	659	683	690
经营利润 (息税前利润)	**888**	**1,498**	**2,182**	**2,426**	**2,550**
净利息收入/(费用)	(86)	(40)	(40)	(45)	(46)
其他收益/(损失)	(85)	128	7	32	32
税前利润	**803**	**1,458**	**2,142**	**2,381**	**2,503**
所得税	148	224	312	346	363
少数股东权益	34	73	87	92	93
净利润	**655**	**1,234**	**1,830**	**2,035**	**2,140**
核心净利润	**740**	**1,106**	**1,823**	**2,003**	**2,108**
每股收益 (人民币)	0.843	1.590	2.357	2.621	2.757
核心每股收益 (人民币)	0.953	1.425	2.348	2.580	2.716
每股股息 (人民币)	0.300	0.550	0.710	0.790	0.830
收入增长(%)	(3)	20	18	10	5
息税前利润增长(%)	12	69	46	11	5
息税折旧前利润增长(%)	5	38	39	9	4
每股收益增长(%)	14	88	48	11	5
核心每股收益增长(%)	39	50	65	10	5

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	479	559	2,369	4,347	6,363
应收帐款	917	399	465	506	528
库存	488	487	568	620	648
其他流动资产	276	62	616	616	616
流动资产总计	**1,945**	**2,062**	**4,018**	**6,089**	**8,155**
固定资产	5,840	6,438	6,262	5,747	5,129
无形资产	805	896	866	836	806
其他长期资产	1,111	1,118	671	536	495
长期资产总计	**7,757**	**8,452**	**7,799**	**7,119**	**6,430**
总资产	**9,701**	**10,514**	**11,818**	**13,208**	**14,584**
应付帐款	1,287	1,618	1,815	1,984	2,079
短期债务	465	370	370	370	370
其他流动负债	1,161	383	32	(356)	(759)
流动负债总计	**2,912**	**2,371**	**2,217**	**1,998**	**1,690**
长期借款	250	400	400	400	400
其他长期负债	211	259	351	447	543
股本	776	776	776	776	776
储备	5,552	6,707	8,073	9,587	11,175
股东权益	**6,328**	**7,484**	**8,849**	**10,363**	**11,951**
少数股东权益	571	681	768	861	953
总负债及权益	**9,701**	**10,514**	**11,818**	**13,208**	**14,584**
每股帐面价值 (人民币)	7.42	8.76	10.41	12.24	14.17
每股有形资产 (人民币)	11.27	12.23	13.94	15.77	17.58
每股净负债/(现金)(人民币)	0.58	0.61	(1.61)	(4.03)	(6.50)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	803	1,458	2,142	2,381	2,503
折旧与摊销	597	549	659	683	690
净利息费用	86	40	40	45	46
运营资本变动	239	60	300	312	358
税金	558	704	702	783	822
其他经营现金流	(528)	(674)	(889)	(964)	(1,019)
经营活动产生的现金流	**1,277**	**2,018**	**2,355**	**2,615**	**2,684**
购买固定资产净值	219	730	7	2	1
投资减少/增加	159	378	(22)	(22)	(22)
其他投资现金流	(5)	1,637	7	2	1
投资活动产生的现金流	**(384)**	**529**	**22**	**22**	**22**
净增权益	27	38	0	0	0
净增债务	(897)	(700)	0	0	0
支付股息	233	427	551	613	644
其他融资现金流	(77)	68	(39)	(44)	(45)
融资活动产生的现金流	**(1,180)**	**(1,021)**	**(590)**	**(657)**	**(690)**
现金变动	(287)	(106)	1,779	1,978	2,016
期初现金	793	479	559	2,369	4,347
公司自由现金流	893	2,547	2,376	2,637	2,706
权益自由现金流	(80)	1,915	2,337	2,593	2,661

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	25.7	29.5	34.8	34.7	34.4
息税前利润率(%)	15.4	21.6	26.7	27.1	27.1
税前利润率(%)	13.9	21.0	26.3	26.6	26.6
净利率(%)	11.9	18.9	23.5	23.7	23.7
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.9	1.8	3.0	4.8
利息覆盖率(倍)	17.3	51.1	70.8	69.4	70.1
净权益负债率(%)	7.1	6.3	(14.1)	(30.2)	(42.3)
速动比率(倍)	0.5	0.7	1.6	2.7	4.4
估值					
市盈率 (倍)	18.3	9.7	6.5	5.9	5.6
核心业务市盈率(倍)	16.2	10.8	6.6	6.0	5.7
市净率 (倍)	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
价格/现金流 (倍)	13.4	4.7	5.0	4.5	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	5.8	4.2	3.8	3.7
周转率					
存货周转天数	30.8	25.6	25.4	25.3	25.1
应收帐款周转天数	57.9	21.0	20.8	20.6	20.5
应付帐款周转天数	121.6	134.4	136.2	135.7	135.4
回报率					
股息支付率(%)	35.6	34.6	30.1	30.1	30.1
净资产收益率 (%)	10.9	17.5	21.7	20.5	18.7
资产收益率 (%)	7.1	12.4	16.2	16.1	15.3
已运用资本收益率(%)	10.0	14.9	18.7	17.9	16.4

资料来源：公司公告，中银证券预测



002271.SZ

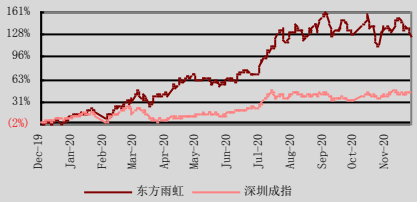
东方雨虹

买入

市场价格：人民币 35.19

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	100.0	5.6	(7.9)	109.7
相对上证指数	71.7	1.6	(7.8)	67.9

发行股数(百万)	2.355
流通股(%)	71
总市值(人民币 百万)	82,861
3个月日均交易额(人民币 百万)	901
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
李卫国	26

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武
haowu.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

防水行业绝对龙头，多品类扩张构筑综合平台

公司是防水行业绝对龙头，各项指标领先同行其他公司。随着行业集中度加速提升，格局加速整合，公司作为行业龙头充分受益。近期公司拟定增募资投产新项目，公司正通过扩品类扩区域方式逐步成长为综合建材平台公司。

支撑评级的要点

- **防水行业绝对龙头，疫情背景下逆势增长**：公司是防水行业绝对龙头，2019 年营业收入 181.5 亿，同增 29.3%，市占率超过 10%，大幅领先同行排名第二公司；归母净利 20.7 亿，同增 36.7%。2020 年疫情背景下，公司利润逆势增长，Q1-3 营业收入 149.8 亿，同增 16.2%；归母净利 21.3 亿，同增 36.0%。
- **专注于国内防水业务**：公司目前专注于防水业务，防水相关收入占比合计 94.8%。2019 年，公司防水卷材、防水涂料、防水施工营业收入分别为 99.8、48.8、23.5 亿元；占比分别为 55.0%、26.9%、12.9%。公司国内业务收入达到 178.9 亿元，收入占比为 98.6%。
- **多因素驱动下行业集中度加速提升**：随着 1.地产基建下游集中度提升；2.精装房渗透率提升带动行业集采；3.上市公司增加龙头扩产；4.其他行业介入；5.行业政策提升改善行业竞争格局；等多重因素驱动下，防水行业加速集中。公司作为行业龙头深度受益。
- **员工激励、供应商管理、产能布局等优势明显，未来有望进一步成长**：公司持续在行业保持领先地位，在员工激励、供应商管理、产能布局等方面有明显优势，经营效率优于同行。随着公司市占率不断提升，公司各方面议价能力提升，现金流相关指标持续改善。随着近期公司募投新投产能，公司将逐步扩扩品类，有望成长为综合建材龙头企业。

估值

- 公司未来仍有大规模产能释放，品类再扩张，预计 2020-2022 年，公司营收分别为 220.0、271.1、334.1 亿元；净利润 30.8、36.1、43.3 亿元；EPS1.31、1.53、1.84 元。首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 需求不及预期，原材料价格大幅上涨，应收账款回收风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	14,046	18,154	21,999	27,105	33,413
变动(%)	36	29	21	23	23
净利润(人民币 百万)	1,508	2,066	3,083	3,610	4,333
全面摊薄每股收益(人民币)	0.641	0.877	1.309	1.533	1.840
变动(%)	22.2	37.0	49.2	17.1	20.0
全面摊薄市盈率(倍)	53.5	39.0	26.2	22.3	18.6
价格/每股现金流量(倍)	(239.0)	48.2	19.0	16.6	14.4
每股现金流量(人民币)	(0.14)	0.71	1.80	2.06	2.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	15.1	11.3	9.7	8.3
每股股息(人民币)	0.06	0.19	0.62	0.73	0.87
股息率(%)	0.2	0.6	1.8	2.1	2.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

一、行业绝对龙头，产能扩张加速，强者恒强

1. 深耕防水行业的绝对龙头，产能扩张助推市占率进一步提升

行业绝对龙头，深耕防水行业二十余年：国内建筑防水行业市场较为分散、呈现“大行业、小企业”特点。公司深耕防水行业二十余年，2019 年营收达 181 亿元，而行业排名第二的公司，2019 年营收约为东方雨虹 1/3。公司在规模上具备显著领先优势，是国内防水行业的绝对龙头。

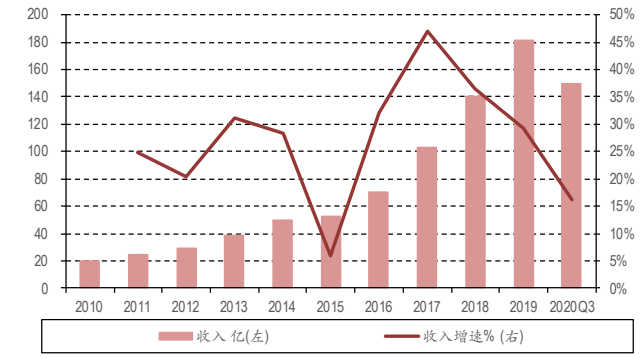
图表 79. 公司历史发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

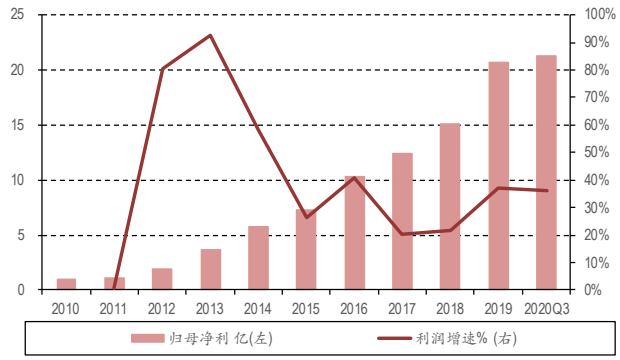
上市以来高速发展，疫情下仍逆势上涨：2019 年公司实现营收 181.4 亿元，同增 29.1%；归母净利 20.9 亿元，同增 38.3%。2008 年上市以来，公司营收 CAGR34.2%，归母净利 CAGR42.0%，营收增长 24 倍，净利润增长 46 倍。2020 年，在新冠疫情背景下，前三季度的净利润逆势上涨，增速超过 43%。

图表 80. 公司收入稳步增长



资料来源：万得，中银证券

图表 81. 公司盈利水平节节高升



资料来源：万得，中银证券

2. 加速产能扩张，市占率提升空间大

大幅增加产能，有望进一步推进市占率提升：公司布局渗透全国，目前市占率已达 18.3%。公司拥有 50 余家分、子公司，业务范围覆盖全国大部分地区，并计划在全国范围内设立千家房屋修缮网点，发展房屋修缮业务。2017 年-2018 年，公司先后在湖南、四川等地投资建设多个生产研发基地。2020 年下半年公司拟定增募资 80 亿元在安徽、广东、河北等地新增 8 个生产研发基地。

图表 82. 新一轮募投项目资金使用计划

项目名称	总投资/亿	拟使用募资/亿	项目名称	总投资/亿	拟使用募资/亿
杭州东方雨虹高分子防水卷材建设	1.07	0.66	重庆东方雨虹生产基地项目	5.46	4.57
0.27 亿平卷材、2.5 万吨涂料技改	1.25	0.90	南通东方雨虹生产基地项目	3.50	2.71
年产 2 万吨新型节能保温密封材料	1.94	1.63	吉林东方雨虹生产基地项目	1.78	1.46
广东东方雨虹花都生产基地项目	13.65	11.65	年产 13.5 万吨功能薄膜项目	11.37	10.43
保定东方雨虹生产基地	3.74	3.08	东方雨虹新材料装备研发总部基地	8.00	2.83
东方雨虹海南洋浦绿色材料产业园	3.93	3.24	年产 15 万吨非织造布项目	16.01	12.83

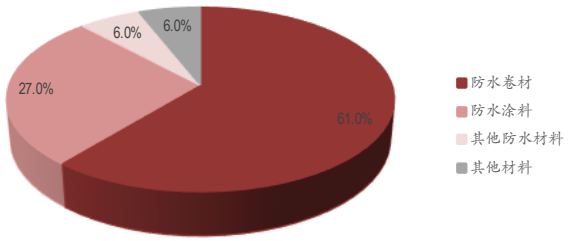
资料来源：公司公告，中银证券

二、防水行业：市场空间大，集中度趋于提升

1. 产品多样化，下游刚需应用场景多

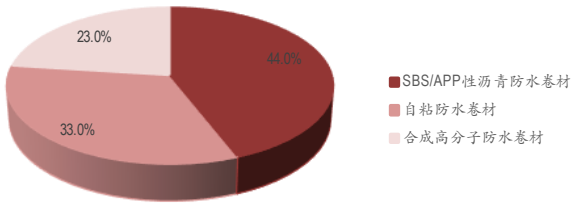
建筑物维护结构，应用场景广阔：建筑防水材料是建筑物的维护结构，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物的材料，防水材料下游应用以住宅和民用建筑为主，其次是基础设施，防水材料在房屋建筑中主要用于屋面、地下、厨卫、外墙等部位，其中屋面及地下室占比最高；在基础设施中主要用于铁路、轨道交通、桥梁、隧道、地下管廊、机场、水库水利等领域。

图表 83. 建筑防水产品结构



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 84. 防水卷材产品结构



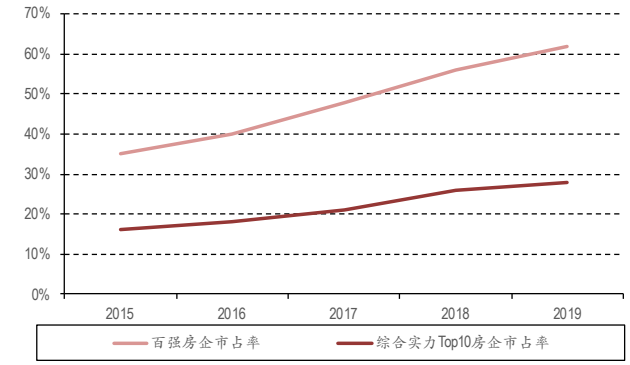
资料来源：万得，博汇纸业公司公告，中银证券

2. 行业发展空间大，集中度提升与行业整合是必然趋势

我国防水行业发展迅速，千亿级市场规模：据中国建筑防水协会数据，2020 年上半年 721 家规模以上(主营业务年收入在 0.2 亿元以上)防水企业的收入累计为 456.2 亿，规模以上企业的利润总额达 33.1 亿，同比增长 19.1%。若规模企业营收占比为全行业的 40%-60%，则市场规模已达 1500-2200 亿。

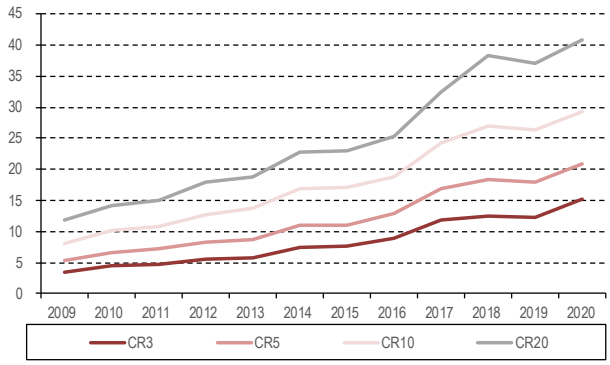
大行业小企业，行业集中度加速提升进行时：建筑防水行业集中度较低，市场竞争不够规范。产品质量参差不齐，行业生态有待改善。近年来，多个文件规范行业发展颁布，不断淘汰低质量非标品与落后产能。2014 年东方雨虹市占率不足 5%，CR5 不足 20%；2019 年，东方雨虹市占率超过 18%，CR3 接近 30%。其主要原因为，2017 年供给侧改革促使环保不达标的小企业被淘汰出局；地产商集中度提升以及地产集采管控成本后，头部房企选择集中采购以降低成本，龙头企业市占率持续提升。

图表 85. 地产商集中度提升-龙头市占率



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 86. 地产商集中度提升-销售额



资料来源：万得，博汇纸业公司公告，中银证券

其他行业龙头涉足，行业整合进行时：防水行业规模大集中度提升空间广，近年非防水领域企业纷纷进入，小企业加速退出。北新建材 2019 年收购四川蜀羊、河南金拇指、禹王防水后，一举成为行业前三。2020 年 Q1-3，防水业务利润 4 亿元，占公司净利 20%。伟星新材于 2017 年设立防水材料子公司； 三棵树自 2017 年至今，相继在福建等 6 地投资建设防水材料项目并于 2019 年收购大禹防水 70%的股权，总设计年产防水卷材 2.26 亿平米，年产防水涂料 10.5 万吨。

三、多品类业务布局扩张，龙头地位稳固

1.“多品类多品牌”战略，不断扩展国内外市场

品牌优势明显，行业认可度高：公司主要产品包括建筑防水材料、非织造布、建筑节能材料、特种砂浆、建筑装饰涂料、建筑粉料等，产品体系日趋完善。“东方雨虹”品牌已经成为中国建筑防水行业公认的优质品牌，公司旗下有各板块的品牌：东方雨虹（工程业务）、雨虹（民用建材）、卧牛山（节能保温）、孚达（节能保温）、越大（节能保温）、炀和（节能保温）、天鼎丰（非织造布）、风行（防水）、华砂（砂浆）、洛迪（硅藻泥）、德爱威（建筑涂料）、建筑修缮、壁安（腻子粉）。公司获得了“雨虹”加拿大商标注册证书，东方雨虹及旗下五大品牌均获评 2020 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品牌。东方雨虹已连续九年荣登“中国房地产开发企业 500 强首选防水材料类品牌”榜首。

图表 87.房地产 500 强企业防水品牌首选率

防水材料品牌首选率（%）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	平均
东方雨虹	26	27	29	30	32	36	36	31
科顺	11	10	14	15	20	20	20	16
卓宝	10	9	9	9	11	8	6	9
宏源	6	7	10	14	14	8	2	9
北新(蜀羊+禹王+金拇指)							7	7
凯伦						6	7	7
德生	8	6	6	5	3			6
卧牛山	5							5
蓝盾		2	5	5	5	8	5	5
大禹				4	4	6		5
禹王	8	5	5	4	2	1		4
雨中情						2	5	4
宇虹	5	4	3	3	2		1	3
大明	3	4	3	2	1			3
金雨伞		3	1					2
金拇指						2		2
三棵树-大禹九鼎						1	3	2
蜀羊					1	2		2
远大洪雨							1	1
CR5	63	59	68	73	82	80	76	
CR10	82	77	85	91	95	100	93	

资料来源：中国产业信息网、中银证券

2.全方位产能布局，强者恒强

抢占先机，不断扩产：经过2014 年、2017 年的两次再融资，公司已经初步完成全国产能布局，在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产物流研发基地。相比其他新进入者，防水企业只有东方雨虹和科顺股份的产能已经遍布全国，在中东部地区，东方雨虹的供货半径缩短到 300 公里，可以更好地满足区域内旺盛需求，并且可以有效降低运输成本。全方位布局给行业新入者和中小企业带来一定程度的壁垒。

千家网点战略布局、充分利用存量优势：2015 年公司率先在国内成立建筑修缮事业部，2017 年正式成立东方雨虹建筑修缮技术有限公司。目前，公司已形成了建筑外部、内部、连接三大系统产品技术层面的全覆盖布局。截至 2019 年 6 月，全国各地服务中心的网点数量已经超过 160 家，覆盖全国 26 个省份、122 个城市。未来 4 年，公司计划布局千家服务网点，进军大城市，渗透三四线城市。公司作为行业的绝对龙头，亦为最早的进入者，有望实现不低于在增量市场中的竞争地位和市场份额。

3.修缮业务优势明显，存量市场前景巨大

修缮市场发展前景可观，老旧小区改造助推需求增长：防水行业的存量市场规模巨大。若以 20 年为一个修缮周期，则现在每年待修缮住宅面积将至少约等于 20 年前房屋销售面积。由于修缮为刚需，参考过去房地产行业的增长情况，推测未来修缮行业空间较大。国家高度重视城镇老旧小区改造工作，相关政策将加速修缮市场的需求释放。

4.建筑涂料业务或成新的业绩增长点

收购涂料企业，积极布局涂料行业：2016 年，公司收购德国建筑涂料企业 DAW（德爱威）旗下控股子公司 DAW ASIA 公司 90%的股权；2017 年，德爱威（中国）有限公司成立。公司积极发展涂料业务，投资建设了色彩研究院、DAW 特种材料国家级重点实验室，在浙江、湖南投资建设生产研发基地。德爱威公司负责建筑涂料零售业务，主要跟家装公司合作和通过经销商门店销售。

B 端优势助力涂料业务发展：国内涂料行业集中度较低，行业集中度逐步提升。在工程领域，下游客户集采有利于公司实现突破。公司将凭借在防水领域的 B 端优势，快速发展涂料业务。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**14,046**	**18,154**	**21,999**	**27,105**	**33,413**
销售成本	9,187	11,665	13,620	17,095	21,277
经营费用	2,737	3,246	4,301	5,272	6,499
息税折旧前利润	**2,287**	**3,365**	**4,519**	**5,240**	**6,169**
折旧及摊销	275	369	491	564	609
经营利润(息税前利润)	**2,012**	**2,996**	**4,027**	**4,676**	**5,560**
净利息收入/(费用)	(193)	(413)	(172)	(162)	(143)
其他收益/(损失)	7	(25)	8	8	8
税前利润	**1,819**	**2,583**	**3,855**	**4,514**	**5,418**
所得税	311	517	772	904	1,085
少数股东权益	3	9	7	7	7
净利润	**1,508**	**2,066**	**3,083**	**3,610**	**4,333**
核心净利润	**1,501**	**2,091**	**3,075**	**3,602**	**4,325**
每股收益 (人民币)	0.641	0.877	1.309	1.533	1.840
核心每股收益 (人民币)	0.638	0.888	1.306	1.530	1.837
每股股息 (人民币)	0.056	0.190	0.620	0.730	0.870
收入增长(%)	36	29	21	23	23
息税前利润增长(%)	31	49	34	16	19
息税折旧前利润增长(%)	32	47	34	16	18
每股收益增长(%)	22	37	49	17	20
核心每股收益增长(%)	32	39	47	17	20

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4,855	5,494	5,986	7,206	8,883
应收帐款	6,282	7,308	8,848	10,896	13,428
库存	2,172	2,016	2,427	2,973	3,648
其他流动资产	596	643	905	905	905
流动资产总计	**13,952**	**15,724**	**18,166**	**21,980**	**26,863**
固定资产	3,032	4,349	5,035	5,202	5,048
无形资产	962	991	958	925	892
其他长期资产	1,706	1,353	1,217	1,026	908
长期资产总计	**5,699**	**6,692**	**7,210**	**7,152**	**6,848**
总资产	**19,652**	**22,416**	**25,375**	**29,132**	**33,711**
应付帐款	3,200	3,292	3,828	4,780	5,926
短期债务	3,713	3,093	3,093	3,093	3,093
其他流动负债	2,997	3,701	3,868	4,039	4,317
流动负债总计	**9,910**	**10,086**	**10,788**	**11,911**	**13,335**
长期借款	0	408	408	408	408
其他长期负债	1,653	1,962	2,052	2,155	2,265
股本	1,492	1,488	1,488	1,488	1,488
储备	6,596	8,472	10,639	13,170	16,215
股东权益	**8,088**	**9,960**	**12,127**	**14,658**	**17,703**
少数股东权益	188	220	227	233	240
总负债及权益	**19,652**	**22,416**	**25,375**	**29,132**	**33,711**
每股帐面价值 (人民币)	3.36	4.14	8.00	9.70	11.74
每股有形资产 (人民币)	4.64	8.98	16.18	18.73	21.83
每股净负债/(现金)(人民币)	0.13	(0.01)	(0.29)	(1.04)	(2.10)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,819	2,583	3,855	4,514	5,418
折旧与摊销	275	369	491	564	609
净利息费用	193	413	172	162	143
运营资本变动	(2,827)	914	1,248	1,472	1,783
税金	1,068	1,408	736	900	1,029
其他经营现金流	(5,169)	(2,270)	(1,420)	(1,702)	(2,005)
经营活动产生的现金流	**1,014**	**1,589**	**2,588**	**2,966**	**3,410**
购买固定资产净值	1,724	1,301	1,009	506	304
投资减少/增加	(121)	107	(3)	(3)	(3)
其他投资现金流	17	1,488	1,095	605	425
投资活动产生的现金流	**(1,585)**	**80**	**89**	**102**	**123**
净增权益	(538)	287	0	0	0
净增债务	2,387	(214)	0	0	0
支付股息	224	446	922	1,086	1,294
其他融资现金流	1,286	(290)	(253)	(256)	(258)
融资活动产生的现金流	**2,912**	**(664)**	**(1,176)**	**(1,342)**	**(1,552)**
现金变动	2,338	(419)	492	1,219	1,677
期初现金	2,423	4,855	5,494	5,986	7,206
公司自由现金流	(571)	1,669	2,677	3,068	3,533
权益自由现金流	3,102	1,165	2,423	2,812	3,275

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	16.3	18.5	20.5	19.3	18.5
息税前利润率(%)	14.3	16.5	18.3	17.3	16.6
税前利润率(%)	13.0	14.2	17.5	16.7	16.2
净利率(%)	10.8	11.4	14.0	13.3	13.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.6	1.7	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	11.9	8.1	26.2	32.3	43.2
净权益负债率(%)	6.3	(0.3)	(3.6)	(10.6)	(17.6)
速动比率(倍)	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7
估值					
市盈率 (倍)	53.5	39.0	26.2	22.3	18.6
核心业务市盈率(倍)	53.7	38.6	26.2	22.4	18.7
市净率 (倍)	10.2	8.3	4.3	3.5	2.9
价格/现金流 (倍)	(239.0)	48.2	19.0	16.6	14.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	15.1	11.3	9.7	8.3
周转率					
存货周转天数	56.5	40.5	40.3	40.0	39.8
应收帐款周转天数	163.3	146.9	146.8	146.7	146.7
应付帐款周转天数	127.1	103.0	102.6	102.1	101.7
回报率					
股息支付率(%)	8.8	21.7	47.4	47.6	47.3
净资产收益率 (%)	18.7	20.8	25.5	24.7	24.5
资产收益率 (%)	7.7	9.3	12.2	12.4	12.9
已运用资本收益率(%)	12.4	15.5	18.2	18.4	18.9

资料来源：公司公告，中银证券预测



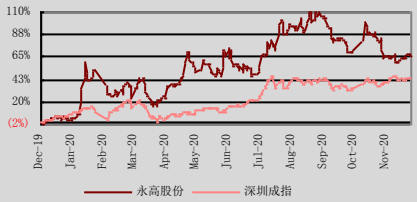
002641.SZ

买入

市场价格：人民币 7.25

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	56.7	(9.9)	(21.6)	60.5
相对上证指数	28.4	(14.0)	(21.5)	18.6

发行股数(百万)	1,194
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	8,656
3 个月日均交易额(人民币 百万)	80
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
公元塑业集团有限公司	41

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武
haowu.chen@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

永高股份

低估值管材龙头，业绩高速释放可期

公司是国内 B 端塑料管道龙头，主要深耕华东和华南市场。管材行业在精装房加速渗透驱动下行业集中度提升，2B 为主的公司有望充分受益。未来公司仍有较多产能投放，业绩有望快速增长，低估值龙头投资价值凸显。

支撑评级的要点

- **A 股 B 端管材龙头，坐拥多个生产基地，规模位列国内第二**：公司是国内大型综合类塑料管道生产企业，产销规模达到 A 股第一，以 B 端渠道为主。目前有天津、重庆、上海浦东、安徽广德、浙江黄岩、湖南岳阳、广东广州、深圳等共计 8 个基地，产能超过 60 万吨。
- **深耕华东与华南，主营 PVC 管材**：公司深耕华东和华南地区，2019 年公司华东、华南、其他区域分别收入为 37.4、9.1、16.4 亿元，收入占比分别为 59.4%、14.5%、26.1%。产品上，2019 年 PVC 管、PE 管、PP 管以及其他业务收入分别 30.3、13.7、10.7、8.2 亿元，收入占比分别为 48.2%、21.8%、17.0%、13.0%
- **行业集中度提升+“旧改”推进，B 端龙头充分受益**：随着下游房地产集中度提升以及精装房渗透率加速提升，行业集中度进入快速提升期。同时随着“旧改”逐步推进，老旧小区管网翻新需求明显增加。公司作为国内 B 端管材龙头，有望充分受益行业集中度提升与需求增长，业绩充分释放。
- **公司优势明显，业绩增长点明确**：公司相比同行优势明显：1.产能较大，成本规模优势明显；2.布局完善议价能力较强；3.营销体系成熟，经销商体系完善；4.品牌知名度明显，业内知名度高；5.未来仍有较多产能释放。未来业绩有望高速增长。

估值

- 考虑未来公司仍有产能释放，2020-2022 年有望维持高增长，预计 2020-2022 年，公司营收为 73.6、88.3、101.6 亿元；净利润 7.9、9.4、10.6 亿元；EPS0.64、0.76、0.86 元。首次覆盖给予公司***买入***评级。

评级面临的主要风险

- 原料价格大幅上涨，新产能投放不及预期，产品价格下滑，地产投资下降。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	5,354	6,291	7,360	8,832	10,157
变动(%)	17	17	17	20	15
净利润(人民币 百万)	245	514	793	939	1,060
全面摊薄每股收益(人民币)	0.198	0.416	0.642	0.760	0.858
变动(%)	28.1	110.0	54.4	18.4	12.9
全面摊薄市盈率(倍)	35.6	17.0	11.0	9.3	8.2
价格/每股现金流量(倍)	39.1	9.8	14.1	13.2	11.3
每股现金流量(人民币)	0.18	0.72	0.50	0.54	0.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	9.8	7.4	6.4	5.7
每股股息(人民币)	0.32	0.42	0.21	0.25	0.28
股息率(%)	4.5	5.9	3.0	3.5	4.0

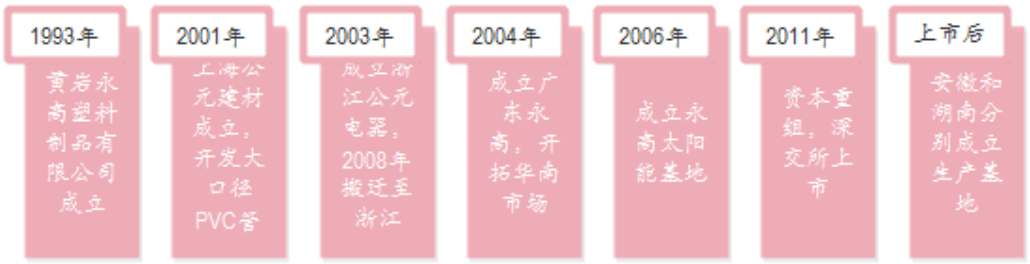
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、上市管材龙头股，塑管产销规模中国第二

1. 深耕塑料管道业务二十余年，塑管产品步步为营

A 股上市塑管龙头，深耕行业 27 年：公司主要从事塑料管道产品的研发、生产和销售，是城乡管网建设的综合配套服务商。主要生产聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PP-R）等几大系列，共计 5,000 余种不同规格、品种的管材、管件及阀门。经过多年的销售实践，公司建立起了以渠道经销为主，房地产配送、直接承揽工程、自营出口为辅的销售模式。目前，公司已构建了一张涵盖省地级中心城市，并辐射下属县城、乡镇的庞大经销网络。经过二十多年的诚信经营，公司已成为国内塑料管道行业中产品系列化、生产规模化、经营品牌化、布局全国化的大型城乡管网建设的综合配套服务商。

图表 88. 公司历史发展沿革

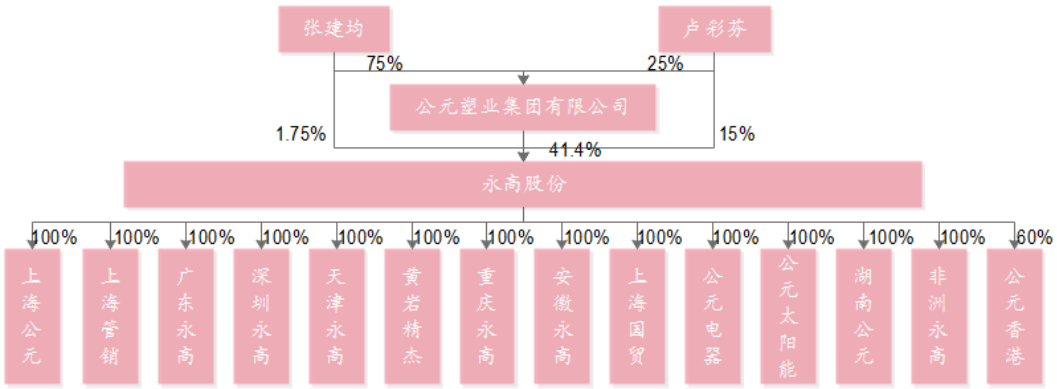


资料来源：万得，公司公告，中银证券

2. 实际控制人对公司掌控能力较强

张建均、卢彩芬夫妇为公司实际控制人：公司控股股东为公元塑业集团有限公司，张建均、卢彩芬夫妻两人分别持有公元塑业集团 75%、25%的股权，为公司实际控制人。截至 2020 年上半年，卢彩芬、张建均分别直接持有公司 15%、1.75%的股份，合计直接或间接控制公司 58.18%的股份。股权集中，对公司掌控能力强。

图表 89. 公司股权结构图

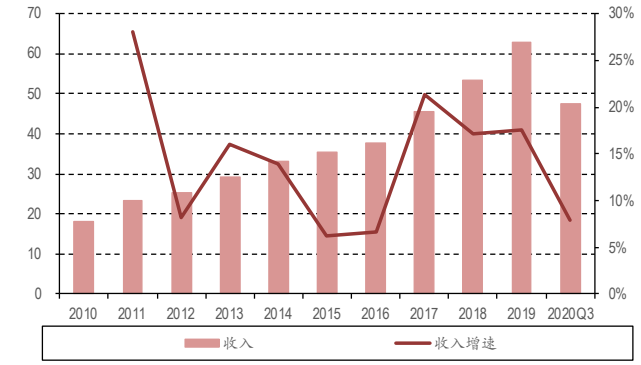


资料来源：万得，公司公告，中银证券

二、费用下降带来利润上升，营收稳步增长

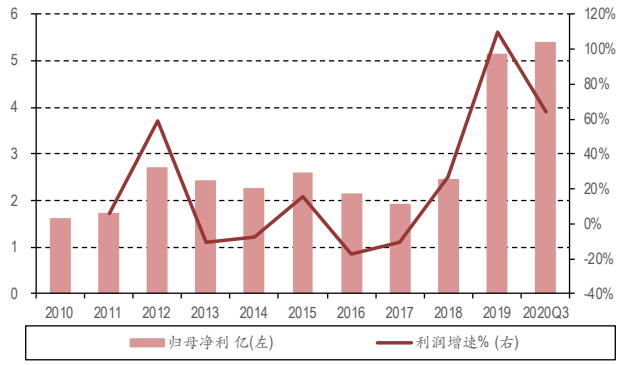
PVC 管材产能稳步增长，行业景气驱动产品量价齐升：PVC 管材管件、PE 管材管件、PPR 管材管件是公司主营产品，三者构成了永高股份主营业务收入的 85%。这三种主要产品具有节能、节水、节地节材等特点，符合我国政府倡导的节能减排和可持续发展的要求。近十年，公司营业收入规模稳步增长，净利润表现存在波动但这两年十分强势。过去几年，永高股份仍在开拓市场，部分区域产能未完全利用、材料价格波动等原因导致净利润在 2012-2017 年间波动下滑。而 2018 年开始，公司战略中前期营销、内部管理、智能制造的效果显著，期间费用下降，带来了净利润的上升。2020 年上半年受疫情影响，公司营业收入同比下降 0.04%，但二三季度公司净利润增长迅猛，主要由于原材料成本下降。

图表 90. 多年以来公司营业收入稳步增长



资料来源：万得，中银证券

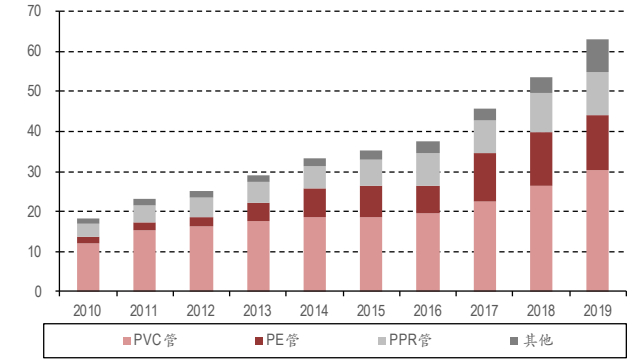
图表 91. 2018 年以来公司归母净利表现亮眼



资料来源：万得，中银证券

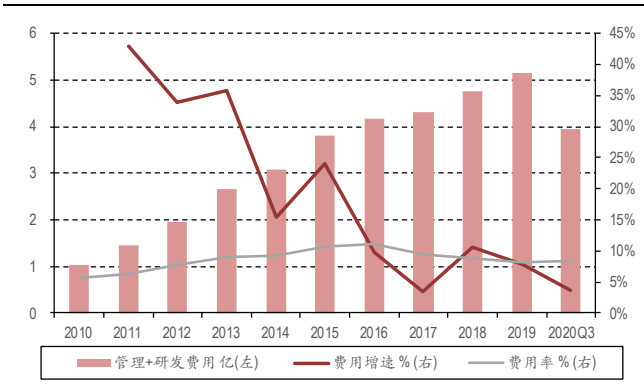
太阳能与电器开关业务布局多年，市场培育仍未完成：公司全资子公司公元太阳能主要从事太阳能光伏发电系统和新能源领域节能环保产品的研发、生产及销售。公司全资子公司公元电器主要从事电器开关等家电产品的开发研究和生产经营。主要产品为各类中高档电器开关、插座、断路器、浴霸、换气扇、集成吊顶电器等。公司布局太阳能有电器开关业务已经多年，但这两块业务都仍处于市场培育阶段，虽保持增长，但合计仅占公司主营收入的 5.6%左右，前景如何，尚未可知。

图表 92. 塑料管是收入的主要构成



资料来源：万得，中银证券

图表 93.近年来管理费用率有所下降



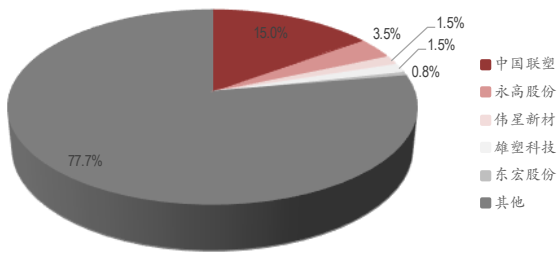
资料来源：万得，中银证券

三、塑料管道行业：需求稳健增加，产品标准化程度提升

1.行业市场集中度较低，市场份额向龙头聚集

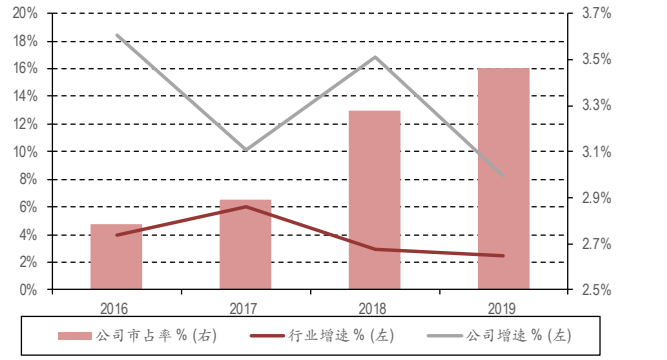
行业集中度不高，有较大发展空间：在中国内地，管材行业企业数量众多，但集中度较低。2019 年行业产量总产能 1606 万吨，公司产量 55.64 万吨，行业市占率达到 3.46%，位居行业第二。虽然行业整体集中度不高，但过去几年，行业的集中度已经在不断提，中国塑联集中度从 11.01%提升到 14.93%，永高股份市占率从 2.53%提升到 3.46%。行业集中度提升的原因主要有以下几点：行业质量标准提升，中小企业在新标准下经营压力变大；城镇化持续推进、海绵城市发展、市场对塑料管道的需求质量提高，中小企业产品质量面对难题；政策倡导塑管行业发展节能环保和可持续生产能力，国家指定一系列鼓励、促进行业发展的政策及发展规划，行业标准趋严，中小企业落后产能淘汰加剧。

图表 94.塑料管行业集中度较低



资料来源：万得，中银证券

图表 95.公司市占率逐年提升



资料来源：万得，中银证券

2.行业市场集中度较低，市场份额向龙头聚集

住宅改造带来较大管材需求扩大：2020 年 7 月 20 日，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，明确表示力争到“十四五”收官阶段基本完成 2000 年底前建成的老旧小区的改造任务。2020 年要改造老旧小区 3.9 万个。塑料管材应用于多层住宅给排水工厂改造、小区污水外线更换工程等。老旧小区改造将为整个塑管行业带来较显著的需求增长。

图表 96.政策推动行业高质量发展

政策名称	发布单位	发布时间
《塑料加工业技术进步"十三五"发展指导意见》	塑料加工协会	2017-07
《塑料加工业"十三五"发展规划指导意见"》	塑料加工协会	2016-04
《中国塑料管道行业"十三五"期间发展建议》	中塑协管道专委会	2016-04
《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》	国务院	2015-10
《国务院办公厅关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》	国务院	2015-08
《中国制造 2025》	国务院	2015-05
《水污染防治行动计划》	国务院	2015-04
《国务院关于加强地下管线建设管理的指导意见》	国务院	2014-06
《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》	国务院	2013-10

资料来源：国务院、塑料加工协会、中塑协管道专委会，中银证券

四、规模优势显著、营销体系成熟、品牌优势发酵

1.精耕华东地区，产能辐射全国，行业影响力扩大

深耕华东地区，辐射全国：公司起步于浙江省，主要生产基地大多布局在华东地区。随着近年新的产能不断布局，公司已在全国拥有七个生产基地，生产基地布局广泛，使公司产品运输半径覆盖全国大多数地区。公司年产能 60 万吨，塑管产销规模达全国第二，仅次于港股上市的中国联塑。随着

产能和销售半径的进一步完善，公司的行业影响力不断增强。

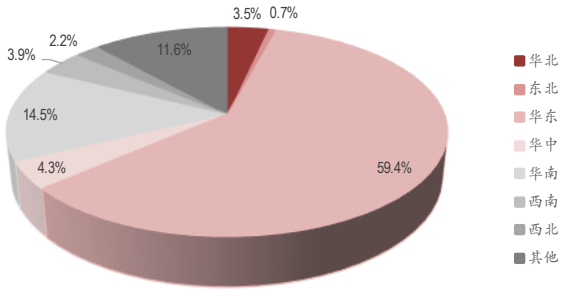
2.规模较大、成本优势明显，布局完善、议价能力较强

产能行业第二，规模带来议价能力：目前，公司年生产能力在 60 万吨以上，塑管产销规模在国内可比上市公司中位列第二，是目前国内 A 股上市的规模最大的塑料管道企业。公司在全国拥有七大生产基地，合理的生产基地布局使公司运送产品半径能够覆盖全国绝大多数地区。公司与万科、中海、招商、恒大等地产巨头保持着良好的战略合作关系。享受到下游地产行业扩张带来的红利。凭借规模优势，公司在采购上具有较高的议价能力和获取供应商信用的能力，在渠道上具有较强的掌控能力，能保持较低的运营成本。

3.营销体系成熟、经销商体系完善

公司在全国拥有一级经销商 2,200 多家。公司通过以渠道经销为主、房地产直接配送、直接承揽工程、自营出口为辅的销售模式，在全国建立了经销商、分销商、零售商多层次、一体化的销售网络体系，可以实现产品的快速分流。经销商的分销模式有利于公司构建完善的销售网络，实现迅速抢占市场、转嫁工程项目的应收款风险和降低运营成本的目的，进一步巩固市场。

图表 97. 公司深耕华东，收入占比达到 59.4%



资料来源：公司官网，中银证券

图表 98.公司注重营销，聘请黄渤作为代言人



资料来源：公司官网，中银证券

4.品牌优势，行业内知名度高

公司精耕塑料管道行业二十余年，凭借对诚信经营理念的坚持、对产品质量的追求，在行业内积累了不小的知名度，再加上公司近些年加大了营销力度，在行业内具有一定的品牌优势。“公元”牌塑料管道、“ERA 公元”和“永高牌”商标曾获多项国家级、省级殊荣。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**5,354**	**6,291**	**7,360**	**8,832**	**10,157**
销售成本	4,091	4,670	5,446	6,536	7,516
经营费用	714	785	983	1,192	1,386
息税折旧前利润	**514**	**809**	**1,073**	**1,247**	**1,391**
折旧及摊销	212	218	179	186	191
经营利润(息税前利润)	**302**	**592**	**894**	**1,061**	**1,200**
净利息收入/(费用)	(23)	(2)	(3)	(6)	(9)
其他收益/(损失)	(24)	(7)	5	8	8
税前利润	**279**	**589**	**891**	**1,055**	**1,191**
所得税	34	76	98	116	131
少数股东权益	0	0	0	0	2
净利润	**245**	**514**	**793**	**939**	**1,060**
核心净利润	**269**	**521**	**789**	**932**	**1,052**
每股收益(人民币)	0.198	0.416	0.642	0.760	0.858
核心每股收益(人民币)	0.218	0.422	0.638	0.754	0.852
每股股息(人民币)	0.318	0.418	0.210	0.250	0.280
收入增长(%)	17	17	17	20	15
息税前利润增长(%)	26	96	51	19	13
息税折旧前利润增长(%)	16	57	33	16	12
每股收益增长(%)	28	110	54	18	13
核心每股收益增长(%)	66	94	51	18	13

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	925	1,005	1,330	1,352	1,729
应收帐款	1,134	1,248	1,447	1,897	2,139
库存	1,015	989	1,143	1,402	1,590
其他流动资产	129	146	154	154	154
流动资产总计	**3,219**	**3,396**	**4,075**	**4,805**	**5,611**
固定资产	1,740	1,726	1,617	1,549	1,377
无形资产	284	388	375	385	372
其他长期资产	178	214	158	370	365
长期资产总计	**2,203**	**2,328**	**2,149**	**2,304**	**2,114**
总资产	**5,422**	**5,723**	**6,224**	**7,110**	**7,725**
应付帐款	1,307	1,356	1,568	1,961	2,229
短期债务	458	86	86	163	163
其他流动负债	625	731	445	94	(323)
流动负债总计	**2,391**	**2,173**	**2,099**	**2,218**	**2,069**
长期借款	0	0	0	6	6
其他长期负债	123	168	186	237	254
股本	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
储备	1,785	2,259	2,817	3,526	4,273
股东权益	**2,909**	**3,382**	**3,940**	**4,649**	**5,396**
少数股东权益	0	0	0	51	53
总负债及权益	**5,422**	**5,723**	**6,224**	**7,110**	**7,725**
每股帐面价值(人民币)	2.35	2.74	3.51	4.09	4.76
每股有形资产(人民币)	4.07	4.23	5.11	5.68	6.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.28)	(0.61)	(0.94)	(0.84)	(1.16)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	279	589	891	1,055	1,191
折旧与摊销	212	218	179	186	191
净利息费用	23	2	3	6	9
运营资本变动	(126)	313	428	589	579
税金	170	221	441	537	634
其他经营现金流	(393)	143	(526)	(597)	(750)
经营活动产生的现金流	**417**	**859**	**560**	**598**	**695**
购买固定资产净值	167	328	1	0	0
投资减少/增加	14	1	(5)	289	(5)
其他投资现金流	(14)	361	1	294	0
投资活动产生的现金流	**(194)**	**33**	**5**	**5**	**5**
净增权益	0	(2)	0	0	0
净增债务	65	(372)	0	0	0
支付股息	393	517	236	281	314
其他融资现金流	342	471	(3)	(6)	(8)
融资活动产生的现金流	**14**	**(420)**	**(239)**	**(287)**	**(323)**
现金变动	233	129	325	22	376
期初现金	558	925	1,005	1,330	1,352
公司自由现金流	223	893	564	603	699
权益自由现金流	630	991	562	597	691

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.6	12.9	14.6	14.1	13.7
息税前利润率(%)	5.6	9.4	12.1	12.0	11.8
税前利润率(%)	5.2	9.4	12.1	11.9	11.7
净利率(%)	4.6	8.2	10.8	10.6	10.5
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.6	1.9	2.2	2.7
利息覆盖率(倍)	22.6	356.1	382.9	211.8	160.4
净权益负债率(%)	(11.8)	(22.2)	(26.9)	(20.4)	(24.2)
速动比率(倍)	0.9	1.1	1.4	1.5	1.9
估值					
市盈率(倍)	35.6	17.0	11.0	9.3	8.2
核心业务市盈率(倍)	32.5	16.7	11.1	9.4	8.3
市净率(倍)	3.0	2.6	2.0	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	39.1	9.8	14.1	13.2	11.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	9.8	7.4	6.4	5.7
周转率					
存货周转天数	69.2	57.4	56.7	58.0	57.1
应收帐款周转天数	77.3	72.4	71.8	78.4	76.9
应付帐款周转天数	116.7	106.0	105.1	109.5	108.3
回报率					
股息支付率(%)	160.7	100.6	32.7	32.9	32.6
净资产收益率(%)	8.4	15.2	20.1	20.2	19.7
资产收益率(%)	4.5	9.0	12.7	13.2	13.7
已运用资本收益率(%)	7.6	14.2	18.9	18.7	18.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371