

# 建筑材料

证券研究报告  
2018年07月19日

## 验证淡季不淡，期待下半年旺季开启

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

盛昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120002

shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518010003

wuhaoxiang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《建筑材料-行业投资策略:建筑材料行业 2018 年中期策略报告:

龙头穿越周期, 守望价值之美》

2018-07-18

2 《建筑材料-行业点评:6 月水泥价稳量缩, 淡季不淡有望延续》2018-07-16

3 《建筑材料-行业研究周报:水泥盈利创新高, 三季度有望继续超预期》

2018-07-15

**事件:** 近日各省 6 月水泥、熟料单月及累计产量数据公布, 我们认为水泥需求出现分化, 关注区域独立行情。环比数据受季节性因素干扰, 相较之下, 同比数据更能反映需求变动。我们梳理要点如下:

(1) 观察水泥累计同比增速, 在前几个月影响下, 华南、西南地区继续维持较快增速, 其中, 贵州、广东、广西、海南增速均超 5%。但就单月表现看, 6 月较 5 月大部分区域出现较大幅度下滑, 主因 6 月雨水天气较 5 月更多。除云南外, 同比方面均有正向增长。我们继续看好华南地区, 尤其是广东市场, 人口绝对数领先全国, 出生率较高、结构年轻化, 财政实力较强, 水泥需求长期有稳健支撑, 并且具备粤港澳大湾区的政策利好, 建议关注华润水泥。此外, 继续推荐华新水泥, 继收购拉法基中国在云南、贵州、重庆工厂后, 公司西南地区竞争力显著增强。

(2) 北方地区产量同比继续下滑, 整体需求不及南方, 华北、西北、东北分别下滑 5.21%、12.85%、1.39%。其中, 华北、西北相比 1-5 月降幅分别收窄 2.66、0.97 个百分点。河北收窄明显, 2.8 个百分点, 优于华北整体。北方主要受冬季错峰时间长影响。冀东水泥前期发布业绩预告, 上半年水泥和熟料综合销量约 2590 万吨, 较去年同期口径 2625 万吨略下滑 1.33%, 相较华北整体下滑 5.21%, 一定程度体现公司的区域龙头价值(水泥行业产销量基本相近)。

(3) 我们一直看好的华东地区继续表现不错, 但也存在一定分化。浙江、福建、江西、上海地区维持较快增长, 但江苏、山东降幅仍然较大, 尤其是 6 月单月同比降幅扩大, 分别同比降低 20.02%、15.63%。浙江表现尤其靓丽, 单月同比大幅增长 24.4%, 福建、江西单月同比 18.5%、13.69%, 继续推荐价值龙头海螺水泥, 弹性品种上峰水泥, 建议关注万年青。

(4) 大部分区域延续前 5 个月走势, 值得关注部分逐月明显改善区域, 辽宁累计产量从 4 月转正以来, 累计同比增速逐月增大; 山西在 6 月转正; 安徽降幅收窄; 湖南在 5 月实现转正, 且增速继续扩大。

(5) 西北仍是全国需求最弱区域, 青海、陕西单月同比有不错表现, 尤其是青海单月同比增长 8.81%, 陕西连续 2 个月单月正增长。西北水泥产量主要受错峰时间长、PPP 项目清理两方面影响, 受益市场价格表现, 当地龙头企业业绩理想, 比如天山股份、青松建化均发布业绩预告, 天山上半年预计归母净利润 3 亿, 去年同期 2551 万元; 青松成功扭亏, 上半年预计盈利 6610 万元, 建议关注部分区域需求预期差。

**单月增速再次验证淡季不淡, 三季度有望继续超预期。南海螺, 北冀东, 弹性聚焦华新和上峰。** 回顾上半年, 一季度水泥股业绩延续高增长主因去年同期价格基数低, 二季度华东、华南涨价超预期进一步释放价格弹性, 预计 6 月行业利润继续保持乐观。三季度已经开启, 在年中淡季低库存与夏季错峰限产共同影响下, 我们预期价格下降幅度有限, 四季度传统旺季持续看好盈利。我们推荐价值龙头海螺水泥, 以及弹性品种华新水泥、上峰水泥, 继续关注冀东水泥。

**风险提示:** 基建增速大幅下挫, 房地产各项指标增速大幅下滑。



## 1. 数据要点梳理

**事件：**近日各省 6 月水泥、熟料单月及累计产量数据公布，梳理要点如下：

(1) 观察水泥累计同比增速，在前几个月影响下，华南、西南地区继续维持较快增速，其中，贵州、广东、广西、海南增速均超 5%。但就单月表现看，6 月较 5 月大部分区域出现较大幅度下滑，主因 6 月雨水天气较 5 月更多。除云南外，同比方面均有正向增长。**环比数据受季节性因素干扰，相较之下，同比数据更能反映需求变动。**我们继续看好华南地区，尤其是广东市场，人口绝对数领先全国，出生率较高、结构年轻化，财政实力较强，水泥需求长期有稳健支撑，并且具备粤港澳大湾区的政策利好，建议关注华润水泥。此外，继续推荐华新水泥，继收购拉法基中国在云南、贵州、重庆工厂后，公司西南地区竞争力显著增强。

表 1：华南、西南地区单月、累计水泥产量表现

地区	本月			累计		
	本月产量 (万吨)	较上月增长 (%)	同比增长 (%)	累计产量 (万吨)	同比增长 (%)	占全国比重 (%)
<b>华南</b>	<b>2,492.66</b>	<b>-9.76%</b>	<b>4.60%</b>	<b>14,173.44</b>	<b>7.66%</b>	<b>14.21%</b>
广东省	1,302.31	-12.89	4.90	7,622.62	6.97	7.64
广西区	1,003.18	-6.20	4.33	5,611.62	9.01	5.63
海南省	187.17	-5.33	3.93	939.20	5.37	0.94
<b>西南</b>	<b>3,810.69</b>	<b>-8.38</b>	<b>3.87</b>	<b>21,138.97</b>	<b>5.59</b>	<b>21.20</b>
重庆市	555.54	-1.95	13.33	2,946.63	6.37	2.96
四川省	1,249.63	-3.49	3.20	6,840.17	3.07	6.86
贵州省	943.11	-11.38	6.35	5,181.11	9.62	5.20
云南省	953.57	-16.06	-2.73	5,776.85	4.90	5.79
西藏区	108.84	11.47	8.28	394.21	3.60	0.40

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

(2) 北方地区产量同比继续下滑，整体需求不及南方，华北、西北、东北分别下滑 5.21%、12.85%、1.39%。其中，华北、西北相比 1-5 月降幅分别收窄 2.66、0.97 个百分点。河北收窄明显，2.8 个百分点，优于华北整体。北方主要受冬季错峰时间长影响。冀东水泥前期发布业绩预告，上半年水泥和熟料综合销量约 2590 万吨，较去年同期口径 2625 万吨略微下滑 1.33%，相较华北整体下滑 5.21%，一定程度体现公司的区域龙头价值（水泥行业产销量基本相近）。

表 2：华北整体水泥累计产量降幅收窄

	1-6 月累计产量	同比
华北	6757.7	-5.21%
河北	3663.8	-7.98%
冀东水泥	2590（销量与产量相近）	-1.33%

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

(3) 我们一直看好的华东地区继续表现不错，但也存在一定分化。浙江、福建、江西、上海地区维持较快增长，但江苏、山东降幅仍然较大，尤其是 6 月单月同比降幅扩大，分别同比降低 20.02%、15.63%。浙江表现尤其靓丽，单月同比大幅增长 24.4%，福建、江西单月同比 18.5%、13.69%，继续推荐价值龙头海螺水泥，弹性品种上峰水泥，建议关注万年青。

表 3：华南、西南地区单月、累计水泥产量表现

地区	本月		累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
<b>华东</b>	<b>5,947.70</b>	<b>-0.92</b>	<b>32,196.25</b>	<b>-1.39</b>	<b>32.29</b>

上海市	35.17	-5.15	189.22	2.80	0.19
江苏省	1,103.64	-20.02	6,712.64	-11.57	6.73
浙江省	1,047.64	24.40	5,577.80	14.24	5.59
安徽省	1,108.36	3.84	5,798.35	-1.28	5.82
福建省	743.09	18.50	4,063.10	9.14	4.08
江西省	701.80	13.69	3,962.47	7.79	3.97
山东省	1,208.00	-15.63	5,892.67	-12.32	5.91

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

(4) 大部分区域延续前 5 个月走势，值得关注部分逐月明显改善区域，辽宁累计产量从 4 月转正以来，累计同比增速逐月增大；山西在 6 月转正；安徽降幅收窄；湖南在 5 月实现转正，且增速继续扩大。

表 4：部分区域逐月改善明显

地区	本月		累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
辽宁	439.19	-3.64	1,509.87	4.24	1.51
山西	454.37	8.43	1,503.39	0.17	1.51
安徽	1,108.36	3.84	5,798.35	-1.28	5.82
湖南	966.82	11.77	4,788.69	2.10	4.80

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

(5) 西北仍是全国需求最弱区域，青海、陕西单月同比有不错表现，尤其是青海单月同比增长 8.81%，陕西连续 2 个月单月正增长。西北水泥产量主要受错峰时间长、PPP 项目清理两方面影响，受益市场价格表现，当地龙头企业业绩理想，比如天山股份、青松建化均发布业绩预告，天山上半年预计归母净利 3 亿，去年同期 2551 万元；青松成功扭亏，上半年预计盈利 6610 万元，建议关注部分区域需求预期差。

表 5：西北地区单月、累计水泥产量表现

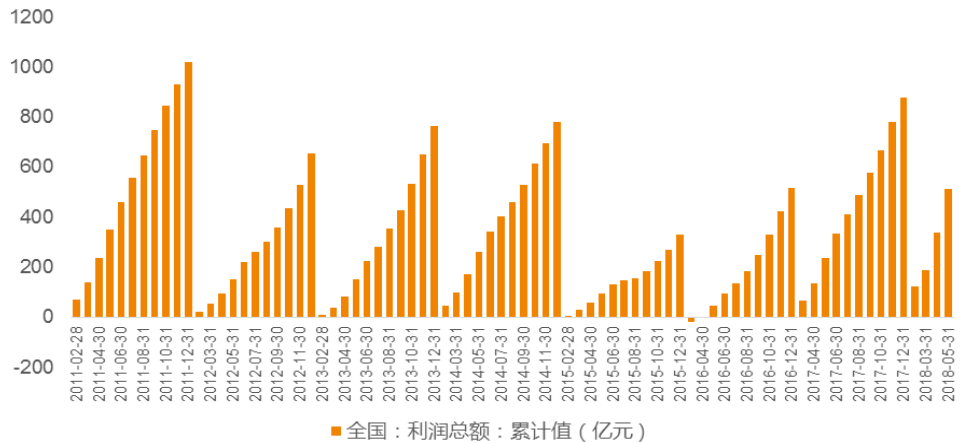
地区	本月		累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
<b>西北</b>	<b>1,868.43</b>	<b>-9.27</b>	<b>7,035.92</b>	<b>-11.81</b>	<b>7.06</b>
陕西省	632.45	1.94	2,789.92	-5.93	2.80
甘肃省	446.08	-1.37	1,599.61	-7.02	1.60
青海省	174.55	8.81	551.31	-12.36	0.55
宁夏区	204.04	-21.08	753.55	-19.44	0.76
新疆区	411.31	-27.53	1,341.53	-22.34	1.35

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

## 2. 三季度有望继续超预期

回顾上半年，一季度水泥股业绩延续高增长主因去年同期价格基数低，二季度华东、华南涨价超预期进一步释放价格弹性，预计 6 月行业利润继续保持乐观。三季度已经开启，在年中淡季低库存与夏季错峰限产共同影响下，我们预期价格下降幅度有限，四季度传统旺季持续看好盈利。据中国水泥网统计，今年 1-5 月水泥行业累计实现利润 514.91 亿元，同比大幅增长 117.3%，超过前期高点 2011 年的 352.57 亿元，创下历史新高。其中，5 月单月实现 177.43 亿元，赶超 2011 年 5 月的 116.03 亿元。2017 年底水泥行业利润率已达 9.6%，同比提高 3.7 个百分点，显著超过规模以上工业企业营收利润率（6.5%）。今年一季度，水泥板块整体净利率 15.55%，超出建筑材料板块 5.13 个百分点，同比提高 11.59 个百分点。

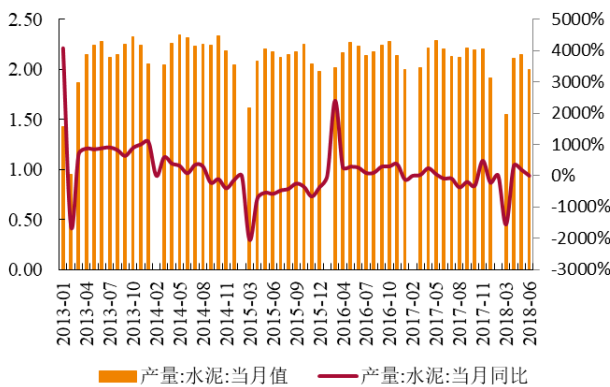
图 1：今年 1-5 月水泥行业累计实现利润 514.91 亿元，创历史新高（单位：亿元，%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

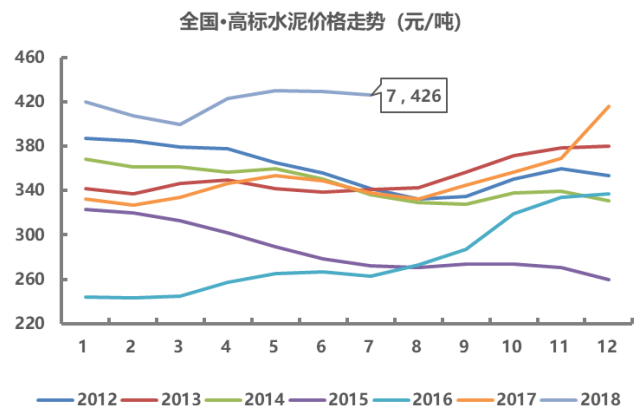
**错峰生产有效执行，6 月水泥产量小幅下滑。**6 月全国水泥产量 2 亿吨，同比基本持平，环比 5 月下降 7.02%；1-6 月累计生产 9.97 亿吨，同比下降 0.6%，环比 1-5 月增长 24.82%。错峰生产有效化解产能过剩，水泥价格淡季不淡。6 月虽是传统的水泥淡季，但环保督察启动，多地启动错峰生产计划并延长了时间跨度，缓解了夏季产能过剩的情况，导致水泥产量环比下滑。价格方面淡季不淡，6 月份水泥均价 430 元/kg，与 5 月份保持一致。华东、华南地区库容比在 6 月份小幅上升，保持在 50%左右，比 17 年同期下降了 10 个百分点。我们认为环保督察将常态化，不合格企业有望持续出清；短期内多地砂石价格受打击非法采砂影响持续走高，有望继续支撑水泥价格淡季不淡。

图 2：水泥当月产量（亿吨）及同比增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 3：全国高标水泥价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

### 3. 海螺，北冀东，弹性聚焦华新和上峰

我们推荐价值龙头海螺水泥，以及弹性品种华新水泥、上峰水泥，继续关注冀东水泥。

**海螺水泥——攻守兼备的现金牛企业。**从产线布局角度看，海螺不算纯“南方”标的，从总部位置看，海螺的确是南方的水泥企业。海螺水泥作为龙头企业，在拥有强大的成本优势和卓越的管理能力的同时，主要产能所在区域相对更好的需求和价格也使得公司的盈利优势更加明显。长期来看，公司的水泥产能在海外新建以及国内并购方面仍在存在较大潜力。并且，公司骨料产能、混凝土产能基数小，对比海外巨头骨料混凝土营收占比较大，随着公司未来骨料、混凝土产能的快速扩张，有望成为公司未来的增量利润来源。当前资金面紧张的大环境下，海螺水泥“现金牛属性”能够给公司的经营管控提供足够的安全垫。长期来看，公司资本开支占营收比重整体呈现下降趋势，充裕的现金和资本开支比重的降

低也为公司分红比例的继续上升提供了有利的客观条件。

**华新水泥——定两湖跨西南，优质龙头超预期。**公司发布业绩预增公告，归母净利润预计达到 20.2-21.3 亿元，比去年同期增加 13-14 亿元，同比增长 179-192%。综合量价情况整理，我们判断量弹性主要来自西南地区，价格方面，两湖、重庆均有同比 100 元以上贡献，价格弹性较大。我们继续看好未来公司在量价两个角度的边际增量。此外，高盈利品种骨料的加快布局，协同处置加密布点有望为公司赢得先发优势，看好对未来业绩的贡献能力。基于我们的分析和公司的业绩预增公告，我们及时上调盈利预测，将 2018-2019 年归母净利润分别从 38.42、40.51 亿元提高至 43.59、46.81 亿元，EPS 分别为 2.91、3.13 元，维持“买入”评级。

**上峰水泥——深耕华东市场，价格弹性贡献净利大幅提升。**公司所属华东地区是全国供需格局最好的区域之一，二季度率先涨价且同比涨幅超预期。公司经历安全、环保整顿，4 月、5 月产量受到影响，按设计产能计算，单月每条 5000 线设计产能 15 万吨，合计停产 90 天，合计 45 万吨。怀宁上峰 2 条日产 5000 产线分别在 5 月 14 日、6 月 11 日公告全面恢复生产。由于水泥同质化程度高，其他产线产品价格不会受怀宁停产影响，依然同比大幅上扬，考虑停产增加成本后，吨毛利、吨净利仍有较好表现，因此最终体现归母净利润同比提升 87-99%。长期看，我们认为需要正确认识环保常态化，国内生产制造业中，环保比重提升是长期趋势，前期投入为后期持续经营提供保障，及时整改也反映公司积极配合环保部门、规范经营的决心。我们继续强调以华东市场为核心，背靠安徽怀宁、铜陵石灰石资源，沿江粉磨站靠近终端市场，布局类海螺“T”型战略，市场优势、成本优势构筑长期竞争壁垒。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com