

建筑材料

证券研究报告
2018年08月16日

静待水泥量价齐升，关注需求预期差

事件：近日各省7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，西南和华南地区继续维持较快增速，其中，贵州、广东、广西、云南、重庆、西藏增速均超5%。但就单月表现看，广东环比增长4.21%，广西、海南、四川、云南、西藏均有微量环比下滑。环比数据受天气因素干扰，相较之下，同比数据更能反映需求变化。我们继续看好华南地区，尤其是广东市场，基建发力背景下，区域内财政实力强解决资金担忧，人口绝对数领先全国、出生率较高、结构年轻化，决定水泥需求长期稳健支撑，并且具备粤港澳大湾区等政策利好。我们建议关注塔牌集团、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，基建发力提高北方水泥产销预期。华北、西北、东北分别下滑5.28%、12.22%、12.26%。其中，华北相比1-6月降幅分别扩大0.07个百分点，但河北降幅收窄0.6个百分点，优于华北整体。西北相比1-6月降幅扩大0.41个百分点。北方累计增速主要受前期冬季错峰影响。定调基建“补短板”直接利好北方区域，产销量预期随之提升。7月底中央政治局会议提出“加大基建补短板”、“实施好乡村振兴战略”和“‘一带一路’向纵深发展”。从国常会到中央政治局会议再次明确更积极的财政政策，预计今年下半年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度将会加快。北京发布《推进京津冀协同发展2018-2020年行动计划》。资金支持下基建投资有望触底回升，有望带动基建相关的水泥需求。

(3) 我们一直看好的华东地区继续稳定发挥，但也存在一定分化。从累计产量角度看，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，分别为8.86%、9.47%。如果不考虑山东影响，华东地区整体增长2.4%。同时，我们观察到7月单月江苏同比降幅明显收窄，同比下滑4.54%，而6月单月同比下滑20.02%。7月山东单月同比增长转正，实现6.12%，6月单月为下滑15.63%，6月主要受重要活动限产影响，考虑到8月初山东省水泥行业协会发布《关于抓好秋季停窑限产落实的通知》，提出自8月17日0点到9月5日24点全省所有熟料生产线将全面实施秋季停窑限产，如果执行到位将影响8月产量，但是此处主导因素是供给而非需求。浙江表现尤其靓丽，单月同比增长11.11%，基建逻辑可类比广东，人口集聚经济发达，需求与资金条件共同具备，近日浙江大湾区规划提出今后5年交通总投资1万亿，其中2018年将重点推进重大项目44个。目前杭州已获批轨道交通线路已全部开工建设。继续推荐价值龙头海螺水泥，关注上峰水泥、万年青。

三季度有望继续超预期。华东海螺，华北冀东，华南关注塔牌和华润。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环保限产共同影响下，我们预期8月中下旬华东有望开启普涨，四季度传统旺季持续看好盈利。我们继续推荐价值龙头海螺水泥，以及弹性品种华新水泥，继续关注冀东水泥、塔牌集团、上峰水泥，西北关注祁连山、天山股份、宁夏建材，港股关注华润水泥、中国建材。

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。

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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-行业点评:7月水泥淡季不淡，旺季来临蓄势待发》2018-08-15
- 2 《建筑材料-行业研究简报:供给紧缩更具确定性，水泥玻璃严肃置换、严禁新增》2018-08-14
- 3 《建筑材料-行业研究周报:水泥玻璃旺季将至，聚焦关键词“量价齐升”》2018-08-12



1. 数据要点梳理

事件：近日各省 7 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，西南和华南地区继续维持较快增速，其中，贵州、广东、广西、云南、重庆、西藏增速均超 5%。但就单月表现看，广东环比增长 4.21%，广西、海南、四川、云南、西藏均有微量环比下滑。环比数据受天气因素干扰，相较之下，同比数据更能反映需求变化。

我们继续看好华南地区，尤其是广东市场，基建发力背景下，区域内财政实力强解决资金担忧，人口绝对数领先全国、出生率较高、结构年轻化，决定水泥需求长期稳健支撑，并且具备粤港澳大湾区等政策利好。**我们建议关注塔牌集团、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。

- 2018 年 8 月 15 日，粤港澳大湾区建设领导小组举行第一次全体会议，2018 年粤港澳大湾区土地储备专项债券（一期）即将发行，计划发行面值为 341.9 亿元。（来源：华尔街新闻）
- 广东省发改委印发《供给侧结构性改革补短板重大项目 2018 年投资计划的通知》，共涉及 9 大类 18 个项目，总投资额超过 1.9 万亿元。（来源：广东省发改委网站）
- 供给端同样有政策保障，近期广东省环境保护厅组织编制《广东省大气污染防治条例（征求意见稿）》提及“在珠江三角洲区域内，禁止新建、扩建燃煤燃油火电机组（含企业自备电站）、钢铁、石油、石化、水泥、平板玻璃、除特种陶瓷以外的陶瓷、有色金属冶炼等大气重污染项目”。（来源：中国水泥网）

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)	同比增长 (%)	累计产量 (万吨)	同比增长 (%)	占全国比重 (%)
华南	2,439.13	9.30%	16586.50	7.64%	13.94%
广东省	1,357.17	9.04	8,967.31	6.97	7.54
广西区	921.16	12.46	6,519.19	9.26	5.48
海南省	160.80	-4.22	1,100.00	3.85	0.92
西南	3,660.77	5.70	24,821.66	5.49	20.87
重庆市	568.44	6.55	3,515.40	6.40	2.96
四川省	1,067.28	-8.12	7,906.92	1.25	6.65
贵州省	1,010.98	12.41	6,185.40	9.80	5.20
云南省	912.20	15.23	6,717.87	6.21	5.65
西藏区	101.87	32.15	496.08	8.41	0.42

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，基建发力提高北方水泥产销预期。华北、西北、东北分别下滑 5.28%、12.22%、12.26%。其中，华北相比 1-6 月降幅分别扩大 0.07 个百分点，但河北降幅收窄 0.6 个百分点，优于华北整体。西北相比 1-6 月降幅扩大 0.41 个百分点。北方累计增速主要受前期冬季错峰影响。**定调基建“补短板”直接利好北方区域，产销量预期随之提升。**7 月底中央政治局会议提出“加大基建补短板”、“实施好乡村振兴战略”和“‘一带一路’向纵深发展”。从国常会到中央政治局会议再次明确更积极的财政政策，预计今年下半年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度将会加快。北京发布《推进京津冀协同发展 2018-2020 年行动计划》。（来源：澎湃新闻）资金支持下基建投资有望触底回升，有望带动基建相关的水泥需求。冀东水泥上半年水泥和熟料综合销量约 2590 万吨，较去年同期同口径 2625 万吨略微下滑 1.33%，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）。（来源：冀东水泥公告）

表 2：河北水泥累计产量降幅有所收窄，优于华北整体

	1-7 月累计产量	同比
华北	8474.8	-5.28%
河北	4534.3	-7.38%
冀东水泥	2590 (销量与产量相近。1-6 月)	-1.33% (1-6 月)

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

表 3：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(%)
西北	1,702.53	-13.90	8,735.68	-12.22	7.34
陕西省	553.35	-6.44	3,343.10	-6.02	2.81
甘肃省	388.38	-11.76	1,987.99	-7.99	1.67
青海省	151.71	-10.08	701.82	-11.51	0.59
宁夏区	178.16	-27.28	931.71	-21.26	0.78
新疆区	430.93	-19.01	1,771.05	-21.57	1.49

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稳定发挥，但也存在一定分化。从累计产量角度看，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，分别为 8.86%、9.47%。如果不考虑山东影响，华东地区整体增长 2.4%。同时，我们观察到 7 月单月江苏同比降幅收窄明显，同比下滑 4.54%，而 6 月单月同比下滑 20.02%。7 月山东单月同比增长转正，实现 6.12%，6 月单月为下滑 15.63%，6 月主要受重要活动限产影响，考虑到 8 月初山东省水泥行业协会发布《关于抓好秋季停窑限产落实的通知》，提出自 8 月 17 日 0 点到 9 月 5 日 24 点全省所有熟料生产线将全面实施秋季停窑限产（来源：数字水泥），如果执行到位将影响 8 月产量，但是此处主导因素是供给而非需求。

浙江表现尤其靓丽，单月同比增长 11.11%，基建逻辑可类比广东，人口集聚经济发达，需求与资金条件共同具备。近日浙江大湾区规划提出今后 5 年交通总投资 1 万亿，其中 2018 年将重点推进重大项目 44 个（来源：人民网）。目前杭州已获批轨道交通线路已全部开工建设，在建的地铁里程约 329 公里，包括地铁二期的 5 号线、6 号线，城际铁路杭临线、杭富线，以及地铁三期工程各条线路。（来源：浙江新闻）继续推荐价值龙头海螺水泥，关注上峰水泥、万年青。

表 4：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(%)
华东	6,118.52	4.61	38,357.32	-0.07	32.24
上海市	37.07	7.70	226.29	3.57	0.19
江苏省	1,119.54	-4.54	7,831.74	-8.86	6.58
浙江省	1,055.15	11.11	6,633.56	13.80	5.58
安徽省	1,075.54	2.24	6,896.08	0.31	5.80
福建省	751.56	9.59	4,834.95	7.41	4.06
江西省	747.60	6.93	4,710.11	7.37	3.96
山东省	1,332.06	6.12	7,224.59	-9.47	6.07

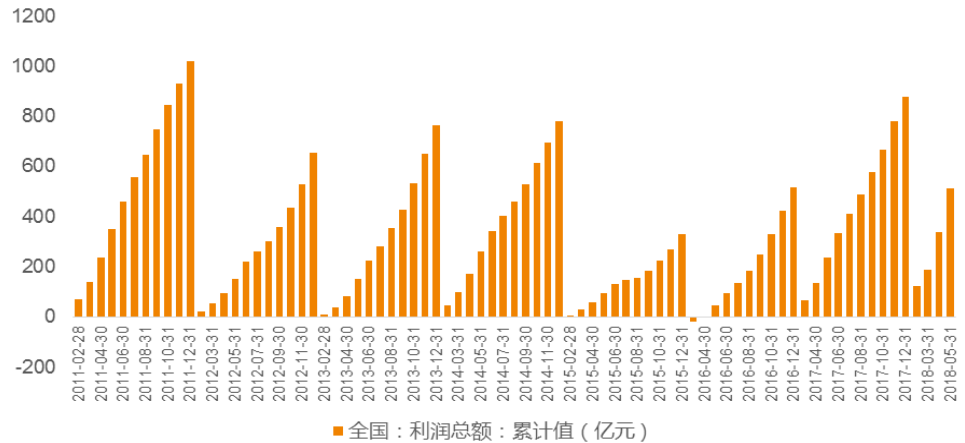
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

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

3. 华东海螺，华北冀东，华南关注塔牌与华润

我们继续推荐价值龙头海螺水泥，以及弹性品种华新水泥，继续关注冀东水泥、塔牌集团、上峰水泥，西北关注祁连山、天山股份、宁夏建材，港股关注华润水泥、中国建材。

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。

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