

## 8月以来水泥产量增速改善的原因分析

行业动态

2017年到今年7月，长达一年半的时间，水泥产量单月增速在0上下波动。18年8-10月的水泥产量单月增速快速提升至5%、5%和13%，同期我国基建投资和房地产投资并未见明显回升，水泥需求改善的原因何在？是否可以持续？本文的分析由此展开。

需说明一点：10月产量增速13%，是由于去年10月重要会议召开引致的低基数原因。11月产量增速回落甚至负增长，千万不要理解为需求断崖下跌！把10月和11月两个月产量合并考虑，增幅5%左右会比较合理。

### ◆ 房地产新开工、施工面积增速大幅提高是水泥产量增速快速提升的主要原因

18年1-7月基础设施建设投资及各分项增速持续回落，虽同期房地产投资的新开工面积和施工面积增速逐月回升，但综合作用使得水泥产量增速在0上下波动；8月后基础设施建设投资及各分项底部企稳，房地产新开工和施工面积的单月增速提升并保持在20%上水平，一平一升，引致8月始水泥产量增速较1-7月增速水平提高！

### ◆ “购置-新开工-空置”的动态过程使得增速改善这一态势能在半年内持续

房地产开发过程中的“购置土地”、“新开工-施工-竣工”、“空置”可类比传统商品生产经营过程中的前端-原料采购，中端-成品制作，后端-商品库存，共同形成企业的动态运营过程。当商品库存持续下降，企业会加大和加快原料采购和成品制作的进程，维持合理库存以保持正常经营。2016年始商品房空置面积持续三年下降，伴随着购置土地面积和新开工面积的回升，带动施工面积增长；2018年1-10月我国商品房空置面积仍同降12.4%，商品库存仍处于去化过程，意味着未来数月乃至半年更长的时间里土地购置和新开工面积正增长应为持续，施工面积仍持续增长，水泥的需求端有保护！

### ◆ “施工-新开工”的特点应会使得水泥来自房地产的需求保护期更长

由于施工面积数量级逐年提高及开发商存在结合销售情况变化调节施工节奏的行为，12年后施工面积增速的变化显著弱于新开工面积增速的变化。但这一特点也表明，在数月乃至半年或更长时间以后，当新开工面积增速持续回落时，施工面积增速仍能在一定时期内保持正增长！使得水泥来自房地产的需求保护期更长！

最后，本文的分析并不是想说明水泥行业来自房地产领域的需求多么旺盛和持久。只要有半年的需求保护期就已足够！因为明年开春后基础设施建设的规模会起来重新作为“稳增长”的基本引擎，两者综合作用使得明年我国水泥表观消费量保持在2-3%的增速水平！2019年水泥行业的供需格局抑或比2017年和2018年更好。

### ◆ 风险分析：商品房销售面积下跌程度超预期，基础设施建设投资未如期重启。

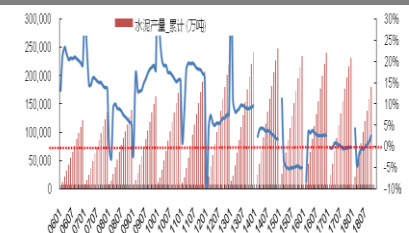
## 买入（维持）

### 分析师

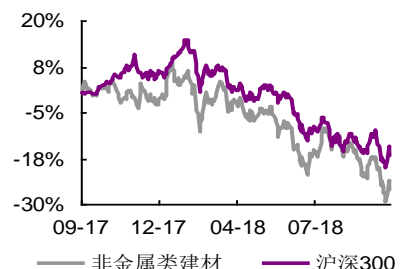
陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）  
021-52523816  
[chenhaowu@ebcn.com](mailto:chenhaowu@ebcn.com)

胡添雅（执业证书编号：S0930518110002）  
021-52523817  
[hutianya@ebcn.com](mailto:hutianya@ebcn.com)

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

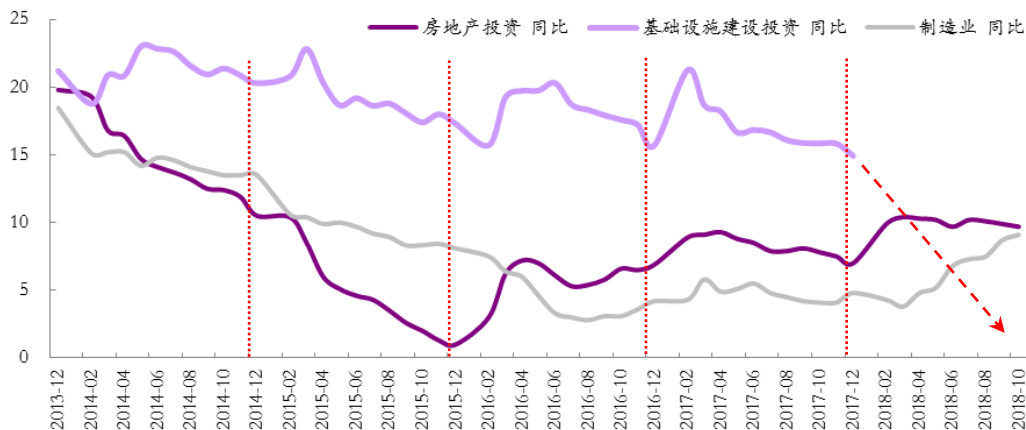
证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600585	海螺水泥	31.47	2.99	5.14	5.73	11	6	5	买入
600801	华新水泥	17.95	1.39	3.41	3.75	13	5	5	买入
000789	万年青	11.90	0.75	2.15	2.45	16	6	5	买入
600529	山东药玻	19.82	0.62	0.80	1.00	32	25	20	买入
600176	中国巨石	10.36	0.61	0.76	0.92	17	14	11	买入
002088	鲁阳节能	9.99	0.59	0.85	1.15	17	12	9	买入
002372	伟星新材	14.87	0.63	0.79	0.93	24	19	16	买入
002080	中材科技	8.16	0.59	0.69	0.84	14	12	10	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月06日

## 1、提出问题-为何 8 到 10 月产量增速明显提速

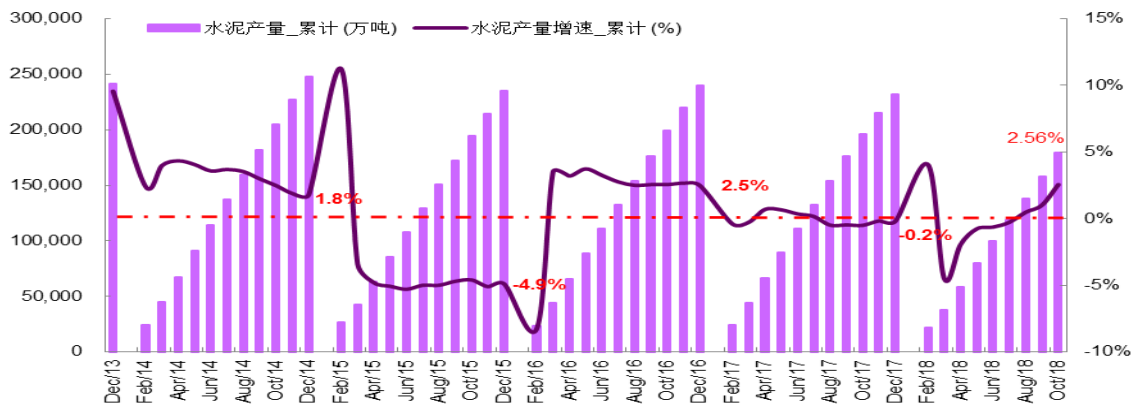
水泥行业“强投资”属性和产品无库存干扰特性，一直以来其产品表现消费量增速变化趋势与基础设施建设投资增速与房地产投资增速的加权变化趋势较为一致。

图 1：房地产投资、基础设施建设投资、制造业投资增速一览 (%)



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 2：我国水泥产量及增速一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

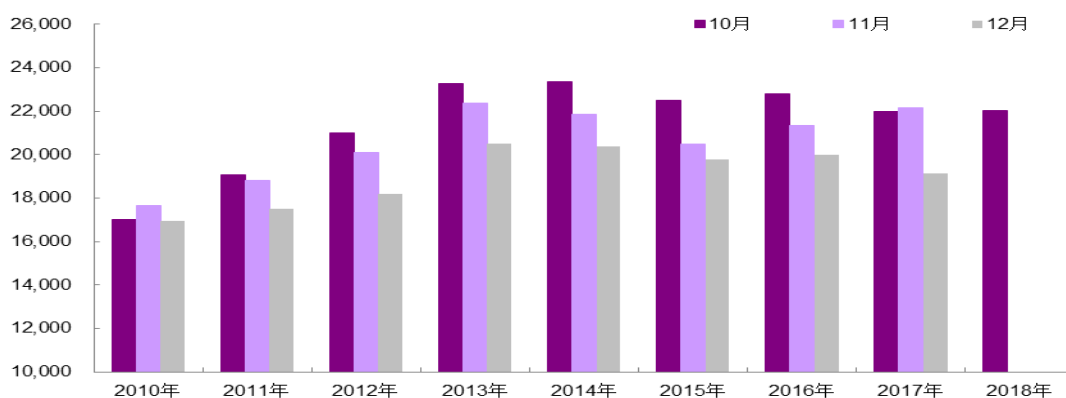
2017 年我国水泥产量同比略降 0.2%，2018 年 1-7 月同比略降 0.3%，这与同期我国房地产投资增速保持在 10% 水平，基础设施建设投资增速持续回落的趋势保持一致。但在房地产投资和基础设施建设投资趋势仍继续的条件下，8 月起水泥产量增速出现改善：8-10 月产量单月增速分别为 5%、5%、13%，明显高于前面一年半时间的单月产量增速，引致 2018 年 1-10 月我国水泥产量同比增长 2.6%！

“幸存者偏差”不足以解释这一现象的出现。国家统计局于 2017 年 10 月调整我国水泥行业产量数据口径，如为口径调整原因，则自去年 11 月单

月水泥产量增速水平应显著提高，而非从今年8月开始出现！需要进一步分解分项指标细化分析。

另，确实需要补充说明的一点：单10月产量增速再上一个台阶，13%增速水平，主要是由于17年10月十九大会议召开引致的低基数原因。同样理由，会议结束后抢工期及去年11月我国南部地区水泥价格大幅上涨引致了一些本应12月消耗的需求提前释放，单11月产量增速水平会大幅回落，甚至不排除负增长。届时千万不要理解为需求断崖下跌的！经营实体是经不起这么频繁折腾的！把10月和11月两个月产量合并考虑，增长5%左右会比较合理。

图3：2010年至今每年10、11、12月水泥单月产量变化图（万吨）



资料来源：WIND、光大证券研究所

## 2、需求端分解寻找原因

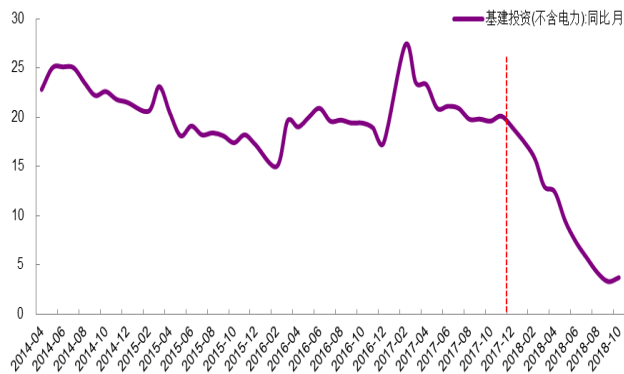
### 2.1、基建低迷，近期企稳

2018年年初以来，我国基础设施建设投资增速即已持续回落，最近两个月方才底部企稳。2018年1-10月我国基础设施建设投资（不含电力）增速3.7%，较1-9月增速水平环比提升0.4个百分点，较2017年同期我国基础设施建设投资（不含电力）19.6%的增速水平回落近16个百分点。

分项来看，基础设施建设三个组成：电力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业（后分别简称电力、交通运输、水利）。三个分项投资增速今年均呈持续回落态势，其中电力投资增速更是负增长至今，数据端显示三个分项近两月底部企稳。

基础设施建设重点工程领域：铁路和道路施工，今年以来也是持续回落态势。铁路运输业投资增速负增长至今，道路运输业投资增速从去年的20%以上水平下降到10%左右。

图 4：我国基础设施建设投资（不含电力）增速一览（%）



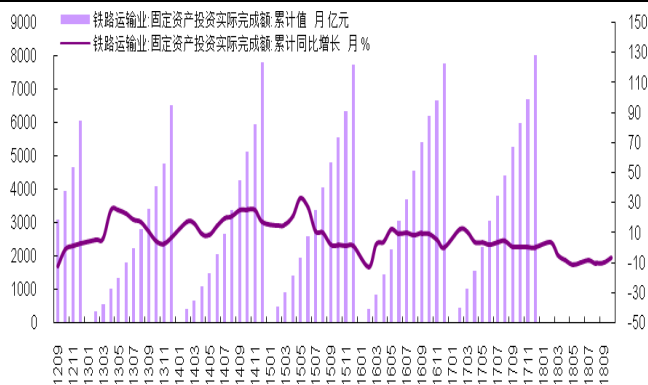
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 5：基建投资三个分项科目增速一览（%）



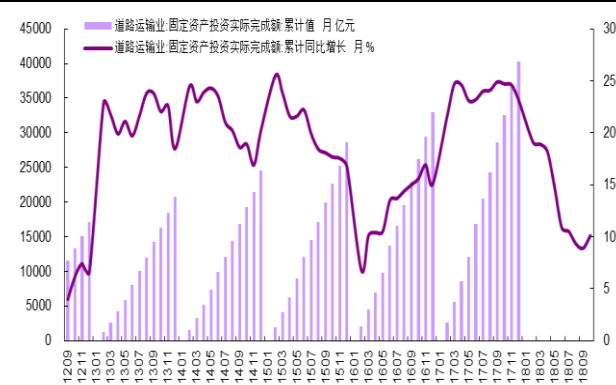
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 6：我国铁路运输业固定资产投资一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 7：我国道路运输业固定资产投资一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

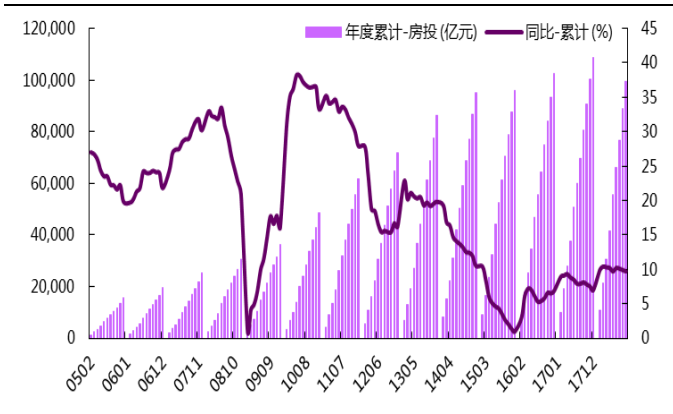
综上所述，基础设施建设投资应该不是近几个月水泥表观消费量增长提速的需求端原因。今年以来基础设施建设投资及其各分项投资增速高位持续稳定回落，对水泥需求边际变化呈负面影响；近两个月的底部企稳，对水泥需求的作用更多是负面影响不再加剧。

## 2.2、房地产，水泥的当期指标-施工面积

2018 年年初以来，我国房地产投资增速一直保持在 10%上下很小幅度内波动。且自 2016 年始，我国房地产投资增速保持稳定提升的态势，对 16-18 年我国水泥行业提供了需求保护。

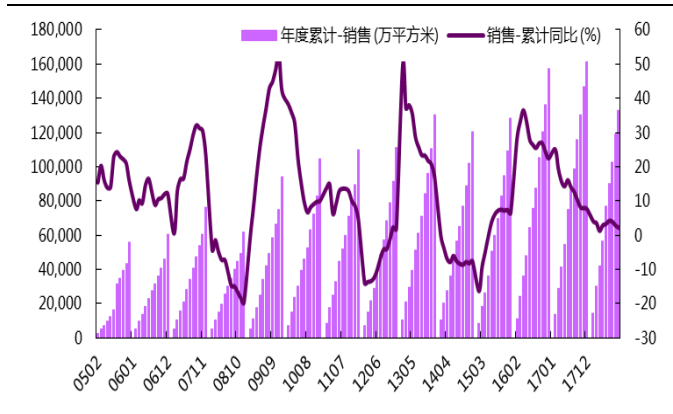
销售增速 15-16 年高景气后，17-18 年该指标持续回落，使得资本市场对我国房地产投资的预期一直谨慎。客观讲，2018 年 1-10 月我国房地产投资增速 9.7%要比年初预期要好很多！但 2018 年 1-10 月我国商品房销售面积仅同比增长 2.2%，特别是单 9 月、单 10 月销售面积增速持续为负，投资者对明年的房地产投资预期仍较为悲观。

图 8：我国房地产开发投资完成额及增速一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 9：我国房地产商品房销售面积及增速一览

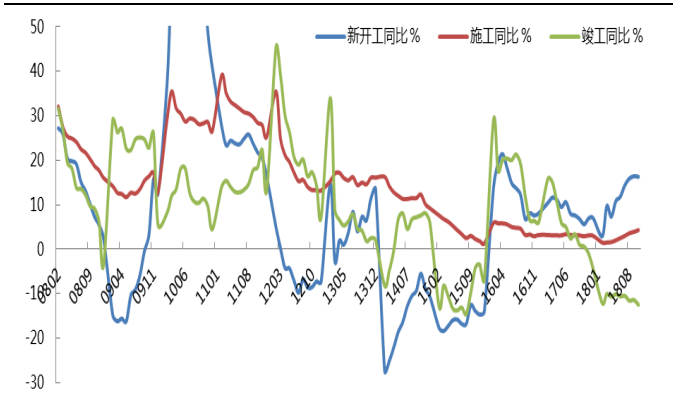


资料来源：WIND、光大证券研究所

2018 年，房地产投资增速整体稳定，近期下行连续两月增速水平在 10% 以下，销售面积增速持续回落，引致对未来房地产投资预期悲观。如是，那水泥产品表观消费量自 8 月起的增速持续改善的原因是什么呢？

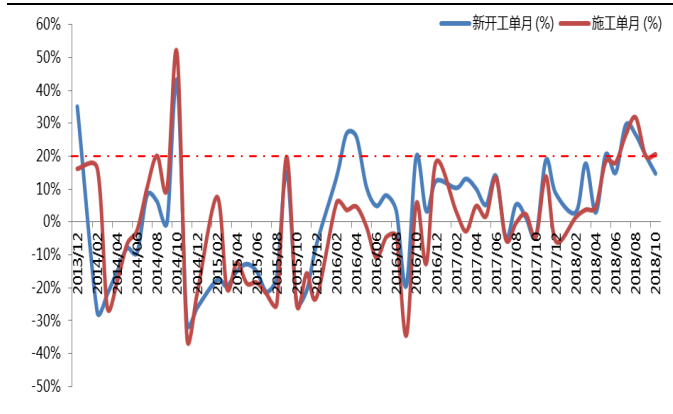
继续分解房地产分项指标可以发现，在销售、竣工等指标持续回落的时候，2018 年 5 月起新开工、施工面积增速持续提高，单月新开工、施工面积增速快速提升至两位数水平。特别是水泥产品的当期指标-施工面积-单月增速持续稳定在近四、五年未见的 20% 水平！

图 10：08-18 年房地产新开工、施工、竣工增速一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 11：14-18 年新开工、施工单月增速一览



资料来源：WIND、光大证券研究所

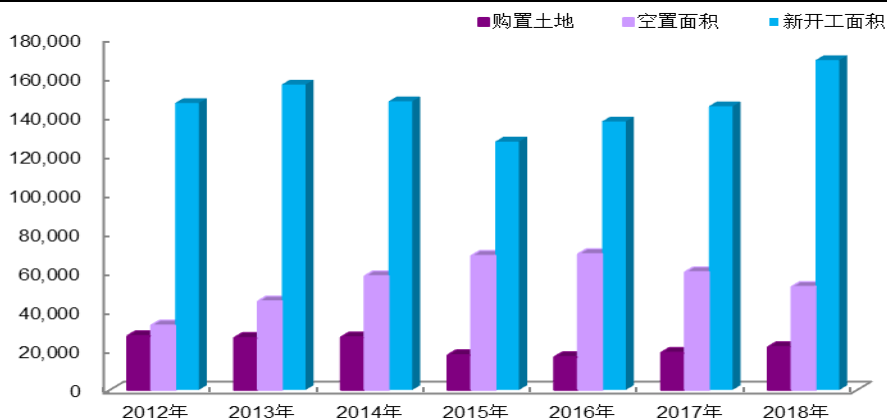
联系到前面对基础设施建设投资的图谱分析，今年 1-7 月我国基础设施建设投资及各分项科目增速持续回落，虽房地产投资中的新开工面积和施工面积增速逐月回升，但综合作用使得水泥产品表观消费量增速总是在 0 上下波动；8 月后基础设施建设投资及各分项科目底部企稳，房地产投资中的新开工和施工面积的单月增速提升并保持在 20% 上水平，一平一升，引致 8 月始水泥产品表观消费量增速较 1-7 月增速水平提高！

分析现象产生的原因后，需要继续分析这一现象会否持续和持续多久的问题。毕竟在房地产销售持续回落，抑或到 2019 年销售面积为负增长的背景下，最安全的观点就是新开工和施工面积增长不可持续，房地产投资增速 2019 年大幅下降，甚至是负增长。

类比一般商品制造行业，房地产产业链中，“购置土地面积”可看作原材料采购，“新开工-施工-竣工”可看作商品由半成品到成品的生产过程，“空置面积”可视为商品库存。由图 12 和图 13 所示，自 2016 年开始，空置面积持续下降，伴随着购置土地面积和新开工面积的环比回升，进而带动施工面积的持续正增长，虽低速但稳健！这一进程可简单视为房地产商品库存的动态调整过程。

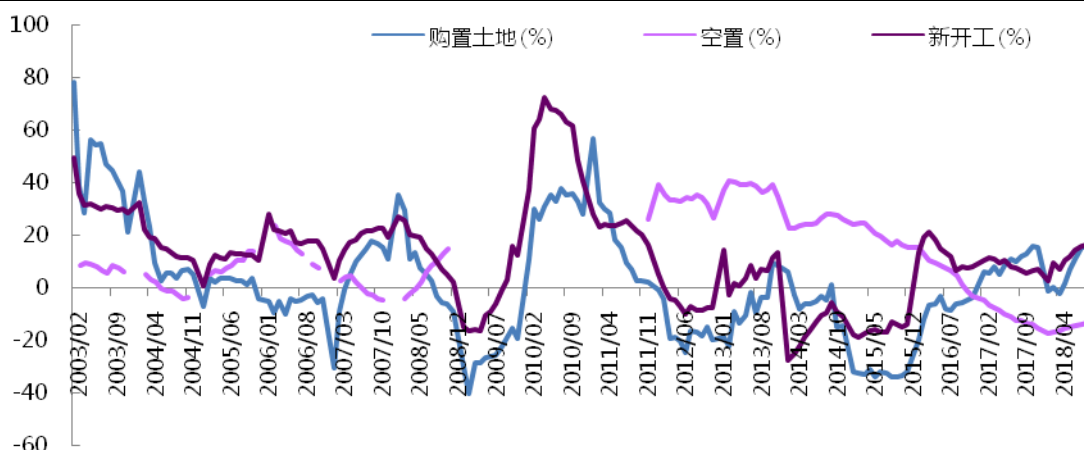
如图 13 所示，虽受销售低迷影响，2018 年 5 月后商品房空置面积下降幅度有所收窄，但仍为下降态势。2018 年 1-10 月我国商品房空置面积同比下降 12.4%，商品库存仍然在去化过程，即意味着在未来数月里土地购置和新开工面积的正增长应为持续，进而带动施工面积的持续增长，水泥的需求端有保护！

图 12：“购置-新开工-空置” 12-18 年面积变化图（万平方米）



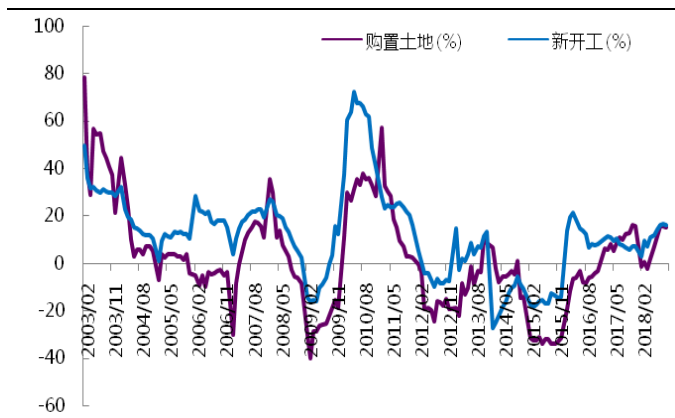
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 13：“购置-新开工-空置” 03-18 年增速变化一览



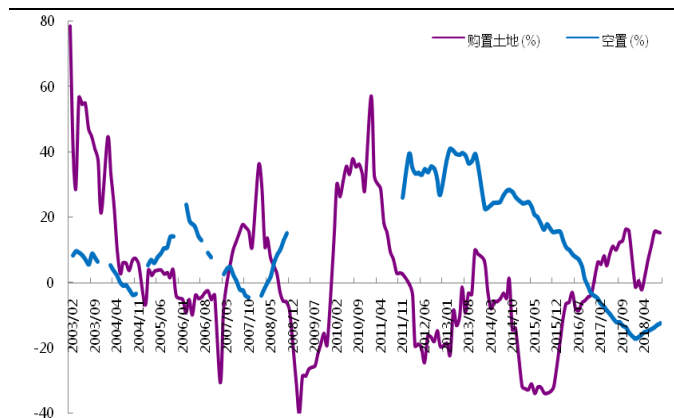
资料来源：WIND、光大证券研究所

图 14: 03-18 年“购置-新开工”增速变化一览



资料来源: WIND、光大证券研究所

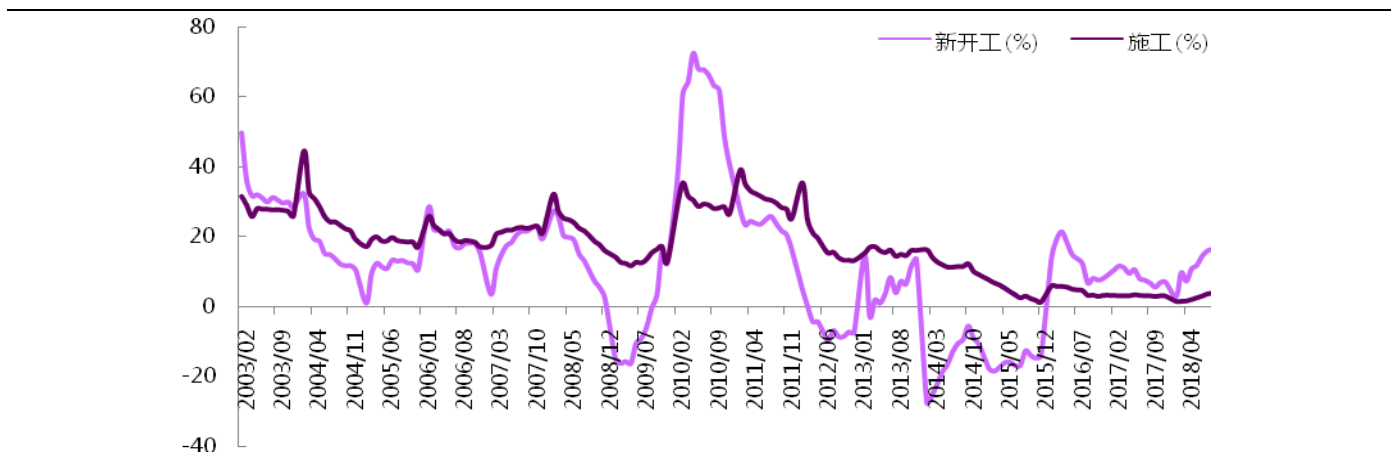
图 15: 03-18 年“购置-空置”增速变化一览



资料来源: WIND、光大证券研究所

再进一步分析,如图 16 所示,由于施工面积数量级的逐年提高以及开发商结合销售情况变化调节施工节奏行为的存在,自 2012 年以后,新开工面积和施工面积增速的变化一致性得到很大削弱,不像 12 年以前图谱显示两者的“亦步亦趋”特点。比如 2016 年上半年新开工面积增速快速由 2015 年底的-14%提高到 21.4%,施工面积增速仅是从 2015 年底的 1.3%提高到 2016 年上半年最高的 5.8%;2018 年至今新开工面积增速回升至 16.3%,而施工面积增速也仅是从年初的 1.5%提高到 4.3%。但这也表明后期当新开工面积增速持续回落时,施工面积增速仍然能在一定时期内保持正增长!就像 2016 年年中至 2017 年底,期间新开工面积增速由峰值 21.4%回落至最低 2.9%,而施工面积增速仅仅从 5.8%回落至 1.5%!

图 16: 03-18 年“新开工-施工”增速变化一览



资料来源: WIND、光大证券研究所

### 3、结论

2017 年全年我国水泥产量同比下降 0.2%，2018 年 1-7 月我国水泥产量同比下降 0.3%，长达一年半的时间里，水泥表观消费量的单月增速总是在 0 上下波动。2018 年 8-10 月的水泥表观消费量单月增速快速提升至 5%、5% 和 13%，同期我国基建投资和房地产投资并未见明显回升，水泥需求呈现较为显著改善的原因何在？是否可以持续？本文的分析由此展开。

1、2018 年 1-7 月我国基础设施建设投资及其各分项目增速持续回落，虽同期房地产投资的新开工面积和施工面积增速逐月回升，但综合作用使得水泥产品表观消费量增速总是在 0 上下波动；8 月后基础设施建设投资及各分项目底部企稳，房地产投资中的新开工和施工面积的单月增速提升并保持在 20% 上水平，一平一升，引致 8 月始水泥产品表观消费量增速较 1-7 月增速水平提高！

2、房地产开发过程中的“购置土地”、“新开工-施工-竣工”、“空置”可类比为传统商品生产经营过程中的前端-原料采购，中端-成品制作，后端-商品库存三个环节，共同形成商品的动态运营过程。当商品库存持续下降，企业会加大和加快原料采购和成品制作的进程，维持合理库存以保持其正常经营。2016 年始，商品房空置面积持续三年下降，伴随着购置土地面积和新开工面积的回升，进而带动施工面积正增长；2018 年 1-10 月我国商品房空置面积仍同比下降 12.4%，商品库存仍处于去化过程，意味着起码在未来数月乃至半年更长的时间里土地购置和新开工面积的正增长应为持续，施工面积仍持续增长，水泥的需求端是有保护的！

3、由于施工面积数量级逐年提高及开发商存在结合销售情况变化调节施工节奏的行为，12 年后施工面积增速的变化显著弱于新开工面积增速的变化。但这一特点也表明，在数月乃至半年或更长时间以后，当新开工面积增速持续回落时，施工面积增速仍能在一定时期内保持正增长！使得水泥来自房地产的需求保护期更长！

本文的分析并不是想说明水泥行业来自房地产领域的需求多么旺盛和持久。只要有半年的需求保护期就已足够！因为明年开春后基础设施建设投资的规模会起来重新作为“稳增长”的基本引擎，两者综合作用使得明年我国水泥表观消费量保持在 2-3% 的增速水平上！2019 年水泥行业的供需格局抑或比 2017 年和 2018 年更好。

### 4、风险分析

商品房销售面积下跌程度超预期，基础设施建设投资未如期重启。



## 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
600585	海螺水泥	31.47	46.08	2.99	5.14	5.73	11	6	5	1.9	1.5	1.3	买入	维持
600801	华新水泥	17.95	27.00	1.39	3.41	3.75	13	5	5	2.3	1.6	1.3	买入	维持
000789	万年青	11.90	17.20	0.75	2.15	2.45	16	6	5	2.3	1.7	1.4	买入	维持
600529	山东药玻	19.82	20.00	0.62	0.80	1.00	32	25	20	2.6	2.4	2.2	买入	维持
600176	中国巨石	10.36	11.40	0.61	0.76	0.92	17	14	11	2.9	2.5	2.2	买入	维持
002088	鲁阳节能	9.99	15.30	0.59	0.85	1.15	17	12	9	1.9	1.7	1.5	买入	维持
002372	伟星新材	14.87	18.20	0.63	0.79	0.93	24	19	16	6.1	5.3	4.6	买入	维持
002080	中材科技	8.16	8.97	0.59	0.69	0.84	14	12	10	1.2	1.1	1.0	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 06 日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebcn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebcn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebcn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebcn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebcn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebcn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebcn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebcn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebcn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebcn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebcn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebcn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebcn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebcn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebcn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebcn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebcn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebcn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebcn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebcn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebcn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebcn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebcn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebcn.com
国际业务	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebcn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebcn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebcn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebcn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebcn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebcn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebcn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebcn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebcn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebcn.com
私募业务部	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebcn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebcn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebcn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebcn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebcn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebcn.com