

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2020年05月28日

市场数据

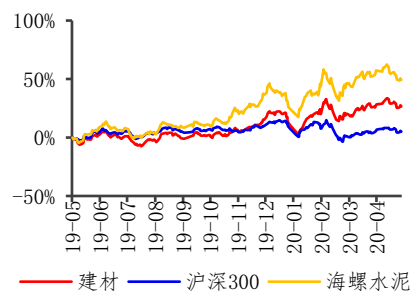
目前股价	56.95
总市值（亿元）	3,017.95
流通市值（亿元）	2,277.83
总股本（万股）	529,930
流通股本（万股）	399,970
12个月最高/最低	62.87/36.22

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

基建刺激需求复苏，水泥龙头巨象起舞

——海螺水泥（600585）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	128403	157030	167181	183109	200565
(+/-%)	70.5%	22.3%	6.5%	9.5%	9.5%
净利润（百万元）	29814	33593	35599	37135	38415
(+/-%)	88.0%	12.7%	6.0%	4.3%	3.4%
摊薄 EPS	5.63	6.34	6.72	7.01	7.25
PE	10.7	9.5	8.9	8.6	8.3

资料来源：长城证券研究所

核心观点

公司简介：安徽国资旗下水泥行业龙头企业。公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售，目前熟料产能规模达到全国第二。公司控股股东安徽海螺集团持股比例 36.4%，安徽省国资委为公司实际控制人。水泥、熟料是公司的主要业务，公司也经营建材贸易、骨料及石子等。2019 年，公司收入结构中，水泥、建材贸易、熟料、骨料及石子、其他分别占 63%、24%、6%、1%、6%；毛利结构中，水泥、熟料、骨料及石子、其他分别占 90%、8%、1%、1%。

水泥行业：基建快速加码，早周期品种水泥有望首先受益

- 水泥需求：基建快速加码，支撑水泥需求。**水泥需求包括房建、基建、农村市场等；从历史数据来看，水泥产量同比略领先于房屋、建筑业施工面积同比。水泥产量同比和固定资产投资同比相关性较好。**1) 4 月水泥产量同比增长从 3 月的-18.3%快速恢复到 3.8%。**2020 年前 4 个月全国水泥产量累计同比-14.4%；2020 年前 3 个月全国水泥产量累计同比-23.9%；2019 年前 4 个月全国水泥产量累计同比 7.3%。2020 年 4 月全国水泥产量当月同比 3.8%；2020 年 3 月全国水泥产量累计同比-18.3%；2019 年 4 月全国水泥产量当月同比 3.4%。相比于平板玻璃等其他工业原材料，水泥下游需求基建占比较大，而且库存较少，产能开关成本相对较低；因而水泥产量恢复速度较快。**2) 专项债额度增长近八成，基建快速加码。**3 月、4 月份，全国基建项目申报金额分别达到 8.5、5.8 万亿元，同比增长 350%、167%。基建项目快速申报，给后续基建项目启动开工奠定基础。基础设施 REITs 试点加速，进一步丰富基建资金来源。政府工作报告指出：今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，同比增长近八成，提高专项债券可用作项目资本金的比例。**3) 坚持房住不炒、因城施策，房地产投资保持韧性。**4 月商品房销售、施工、新开工、竣工当月同比下降 2.1%、1.9%、1.3%、8.8%，除竣工增速外基本恢复到去年同期水平。
- 水泥供给：熟料产能规模维持稳定，强度提标后供给有望进一步收缩。**去产能政策卓有成效，2015~2019 年，水泥熟料设计产能在 18.1~18.3 亿

吨波动，基本保持稳定。1) 针对新建水泥熟料项目，除西藏外全面实施**减量置换**。其中：位于国家规定的环境敏感区（京津冀、长三角、珠三角等）内的建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于非环境敏感区内的建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能。2) **新疆、青海全面取消32.5等级水泥，相关经验或向全国推广**。2019年10月起，取消复合硅酸盐水泥32.5R强度等级；此前2015年12月起，取消复合硅酸盐32.5强度等级。中国32.5等级水泥占比约50%，明显高于海外水平；德国32.5等级水泥用量占比从2000年的60.1%下降到了2012年的25%，呈快速下降态势。32.5等级水泥多为中小企业生产，提高水泥强度等级能确保工程质量，提高龙头公司市场占有率。目前多数企业将M32.5（砌筑32.5等级水泥）、P.C42.5作为P.C32.5的替代品。P.C42.5比P.C32.5的熟料消耗量要高，有望提升熟料需求。新疆、青海全面取消32.5等级水泥，相关经验或向全国推广。3) **错峰生产在不降低熟料产能的情况下，降低水泥供给，提升行业景气度**。从2014年起，水泥错峰区域范围不断延伸，从采暖季向非采暖季扩充。根据各省熟料产能占比以及错峰时间，测算2014~2019年错峰降低全国熟料产能利用率1.2%、5.6%、13.6%、16.9%、21.2%、21.6%。剔除由于错峰导致的熟料产能无效时段后，2019年的熟料产能利用率较2015年提升28.4个百分点，行业景气度快速提升。2019年水泥价格指数均值较2015年多72.7%。4) **预计2020年熟料产能净增长在1%左右**。预计2020年有3000万吨熟料产能新点火，产能净增长在2000万吨以下，占现有产能的1%左右。

- **行业盈利：水泥价格企稳回升，原材料价格弱势，支持行业盈利增长**。2019年规模以上水泥行业主营业务收入、利润总额分别达到10100、1867亿元，分别同比增长12.5%、19.6%。2020年前5个月动力煤均价同比下降12.7%，而水泥价格指数均价同比增长2.5%。4月24日，全国水泥价格指数达到阶段性低点，此后至今持续上升。熟料开工率、搅拌站产能利用率上升，熟料库容比下降，支撑后续水泥价格。
- **竞争格局：行业集中度稳中有增**。截止2019年年底，国内水泥熟料产能CR10、CR50分别达到58%、76%。从2014年到2019年，水泥熟料集中度CR10从52%上升到58%；CR50从74%上升到76%。由于水泥运输不经济（公路200公里、铁路500公里）、保质期短（1个月左右），水泥行业区域性较强。由于各区域竞争格局不同、需求增速不同、环保错峰实施力度不同，水泥价格走势出现分化；不同区域历年涨幅差达到12%~26%。

公司业务：区位优势显著，业绩表现领先。

- **公司产能快速扩张，盈利能力明显超过平均水平**。截止2019年年底，公司熟料、水泥产能达到2.53、3.59亿吨，过去10年复合增速分别为9.5%、13.0%，而同期全国熟料复合增速为6.6%。公司历年水泥售价走势和涨幅基本和全国水泥价格指数趋同。公司盈利能力明显超过行业平均水平。2003~2019年，公司平均税前利润率高达22.0%，而水泥行业平均水平为8.0%。
- **产能布局得当，区位优势明显**。1) **立足华东，辐射全国**。公司在华东区域的安徽起家，2004年、2009年、2010年开始进入中南、西北、西南区

域，产能快速增长。从公司收入结构上来说，2002年，公司收入全部在华东区域（其中，江苏、安徽、浙江、上海分别占28%、21%、25%、16%）；2019年，公司华中、华东、华西、华南收入占比分别达到40%、26%、16%、12%。截止2019年年底，公司熟料产能结构中，安徽占38%，其他主要省份包括湖南（10%）、贵州（9%）、广东（8%）、广西（8%）、江西（5%）、陕西（5%）、四川（4%）、云南（4%）等。

2）公司在华东长三角区域采用T型战略，巩固区位优势。长江沿岸的安徽省是我国石灰石资源最丰富的省份之一。海螺水泥采用T型发展战略，在长江沿岸石灰石资源丰富的地区兴建、扩建熟料生产基地；在沿海无资源但水泥市场发达的地区低成本收购小水泥厂并改造成水泥粉磨站，就地生产水泥。矿山资源属性日益凸显；公司石灰石矿山资源丰富，能满足熟料生产需求。2019年年底，公司矿山开采权原值达到60.2亿元，过去10年复合增速27.2%；同期熟料产能复合增速9.5%。

3）公司产能布局得当，区位优势明显，水泥业务毛利率领先。2018、2019年，海螺水泥水泥及水泥熟料毛利率达到47.3%、46.9%。2018年，可比公司上峰水泥、塔牌集团、华新水泥、天山股份、万年青、金隅集团、中国建材、四川双马、祁连山、冀东水泥、亚泰集团水泥及水泥熟料毛利率分别为47.1%、41.8%、40.8%、38.5%、36.8%、36.0%、35.2%、34.3%、33.7%、30.7%、21.8%。

- **员工持股比例高，股权结构激发员工活力。**

1）公司股东结构：截止2020年年报，海螺水泥控股股东为海螺集团（持股比例36.4%）。海螺集团的股东包括安徽省国资委旗下的安徽省投资公司（持股比例51%）、海螺创业控股（持股比例49%）。海螺创业控股为H股上市公司，其46.29%股份为海螺系高管及员工持有。另外，安徽海螺创业持有海螺水泥0.88%股权。其主要股东包括海螺集团工会（持股比例82.93%）、宁国水泥厂工会（6.67%）、白马山水泥厂工会（5.47%）、海螺型材工会（2.05%）等。

2）股权结构激发员工动力，公司历年收入、利润总额增速明显超过行业。2009~2019年，公司营收复合增速达到20.2%，同期行业增速7.3%；公司利润总额复合增速达到25.8%，同期行业增速17.7%。
- **公司向骨料、海外、混凝土进行产业链延伸迅速，打造新的增长点。**

1）骨料业务：行业进入有序发展期，公司快速布局骨料产能。天然砂石资源逐步枯竭，目前机制砂石已占建设用砂石的近70%。机制砂石产业目前面临质量保障能力弱、行业集中度低、绿色发展水平低等问题。2016年起长江沿岸砂石基地整改，连续几年砂石整治，矿山治理，砂石价格快速上升。从2017年年初到2019年年末，上海地区砂石价格接近翻倍。工信部、国务院出台砂石行业重要政策，砂石行业将进入有序发展期。公司积极布局骨料项目，2019年骨料业务毛利率高达70.6%。

2）海外布局：布局一带一路沿线优质项目，海外项目规模领先。2019年，公司海外收入达到24.1亿元，同比增长72.9%；海外毛利达到9.4亿元，同比增长135.3%。2019年公司海外业务毛利率为39.2%，同期国内业务（剔除贸易）毛利率为44.1%。从历史数据来看，公司海外业务毛利率与国内业务相当。公司海外水泥资产主要在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝、乌兹别克斯坦等一带一路沿线国家。公司在国内水泥企业中，海外布局规模最大。

3）混凝土业务：2017年迈出第一步，目前产能达到300万立方米。2017年，公司迈出了进入商品混凝土行业的第一步，2019年公司商品混凝土产能达到

300 万立方米，收入 7072 万元。2019 年，公司新增混凝土产能 240 万立方米，年末产能达到 300 万立方米。2019 年，公司商品混凝土综合毛利率 24.9%，同比上升 3.04 个百分点。

海螺水泥估值接近行业平均水平。海螺水泥 2019~2020 年 PE 分别为 9.0、8.5 倍，而行业平均数为 10.4、7.4 倍；海螺水泥 PB 为 2.1 倍，而行业平均数为 1.9 倍；海螺水泥 2019 年股息率 3.5%，而行业平均数为 3.2%。

绝对估值：FCFE 估值结果 71.92 元/股。预计公司未来 3 年股权自由现金流 FCFE 在 310~380 亿元。按照永续增长率为 0，股权资本成本为 10.6% 的假设，海螺水泥 FCFE 估值结果为 71.92 元/股。FCFE 对 WACC、永续增长率假设均较敏感。

投资建议：水泥行业龙头标的，首次覆盖给予推荐评级。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 6.72、7.22、7.59 元，同比增长 6.1%、7.4%、5.2%，对应市盈率 8.5、7.9、7.5 倍。基建快速加码，早周期品种水泥有望首先受益。公司产能布局得当，区位优势明显，盈利能力明显超过平均水平。员工持股比例高，股权结构激发员工活力。公司向骨料、海外、混凝土进行产业链延伸迅速，打造新的增长点。

风险提示：原材料价格上涨或超预期；下游需求或低于预期；环保政策或出现反复；行业竞争加剧等

目录

1、公司简介：安徽国资旗下水泥行业龙头企业	8
2、水泥行业：基建快速加码，早周期品种水泥有望首先受益	11
2.1 水泥需求：基建快速加码，支撑水泥需求	12
专项债额度增长近八成，基建快速加码	15
坚持房住不炒、因城施策，房地产投资保持韧性	17
2.2 水泥供给：熟料产能规模维持稳定，强度提标后供给有望进一步收缩	23
针对新建水泥熟料项目，除西藏外全面实施减量置换	24
预计 2020 年熟料产能净增长在 1% 左右	25
新疆、青海全面取消 32.5 等级水泥，走在全国前列	25
错峰生产在不降低熟料产能的情况下，降低水泥供给，提升行业景气度	28
2.3 行业盈利：水泥价格企稳回升，原材料价格弱勢，支持行业盈利增长	32
产量增长基本稳定，水泥、煤炭价格成为影响行业盈利的主要因素	32
4 月下旬至今，全国水泥价格企稳回升	34
2.4 竞争格局：行业集中度稳中有增	35
熟料产能 CR10 达到 58%，行业集中度稳中有增	35
运输不经济、保质期短，水泥行业区域性较强	36
3、公司业务：区位优势显著，业绩表现领先	38
3.1 公司产能快速扩张，盈利能力明显超过平均水平	38
3.2 产能布局得当，区位优势明显	39
华东起家，辐射全国	39
公司在华东长三角区域采用 T 型战略，巩固区位优势	40
3.3 员工持股比例高，股权结构激发员工活力	43
3.4 向骨料、海外、混凝土进行产业链延伸	44
骨料业务：行业进入有序发展期，公司快速布局骨料产能	45
海外布局：布局一带一路沿线优质项目，海外项目规模领先	47
混凝土业务：2017 年迈出第一步，目前产能达到 300 万立方米	51
4、盈利预测与估值水平：首次给予推荐评级	52
4.1 盈利预测：预计 2020~2022 年归母净利润增速 6.1%、7.4%、5.2%	52
4.2 相对估值：接近行业平均水平	52
4.3 绝对估值：FCFE 估值结果 71.92 元/股	53
4.4 投资建议：首次给予推荐评级	54
5、风险提示	55
附：盈利预测表	55

图表目录

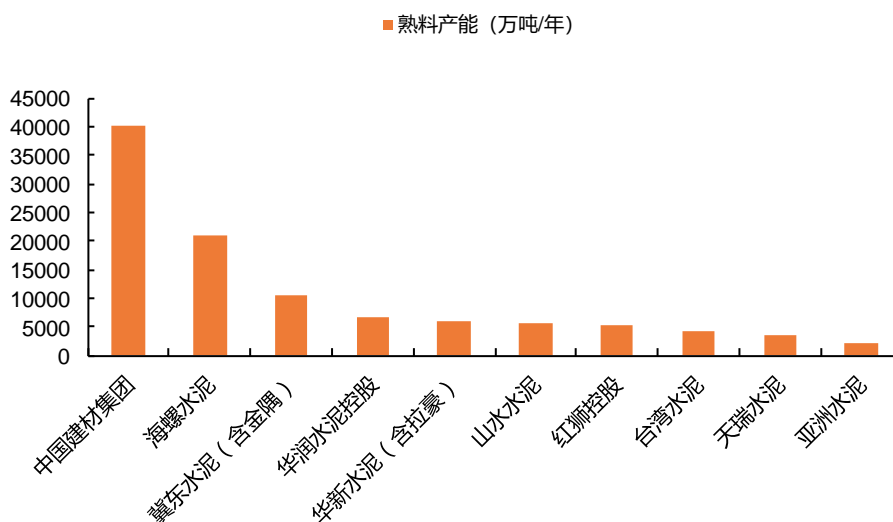
图 1: 2019 年年底中国水泥熟料产能十强	8
图 2: 海螺水泥实际控制股权结构图	9
图 3: 2019 年收入结构	10
图 4: 2019 年毛利结构	10
图 5: 水泥生产流程	11
图 6: 混凝土生产流程	12
图 7: 水泥产量增速与房地产施工面积、新开工面积增速	13
图 8: 水泥产量增速与建筑业施工面积、新开工面积增速	13
图 9: 水泥产量增速与固定资产投资增速	14
图 10: 水泥产量增速与房地产、基建投资增速	14
图 11: 水泥产量累计同比和库存增长	15
图 12: 水泥产量当月同比	15
图 13: 基建项目申报金额	15
图 14: 地方政府专项债发行规模和利率	17
图 15: 商品房销售、施工、新开工、竣工面积累计同比	22
图 16: 百城住宅价格指数	22
图 17: 房地产库存去化周期	22
图 18: 水泥设计熟料产能保持稳定	23
图 19: 通用硅酸盐水泥国家标准第 3 号修改单	26
图 20: 国内国际 32.5 水泥占比情况	27
图 21: 各省熟料产能占比	31
图 22: 错峰降低全国熟料产能利用率测算	31
图 23: 熟料产能利用率与水泥价格指数	32
图 24: 规模以上水泥行业主营收入	32
图 25: 规模以上水泥行业利润总额	32
图 26: 海螺水泥 2019 年熟料成本结构	33
图 27: 熟料生产成本测算结构	33
图 28: 行业税前利润率和水泥价格相关性较高	34
图 29: 秦皇岛动力煤价格	34
图 30: 全国水泥价格指数	35
图 31: 截止 2019 年年底, 国内主要水泥企业熟料产能市占率	36
图 32: 历年水泥熟料行业集中度情况	36
图 33: 公司熟料、水泥产能	38
图 34: 公司水泥销售单价和全国水泥价格指数	38
图 35: 公司税前利润率和行业税前利润率对比	39
图 36: 2002 年公司收入分区域结构	40
图 37: 2019 年公司收入分区域结构	40
图 38: 海螺水泥熟料产能结构	40
图 39: 海螺水泥华东地区产能布局	41
图 40: 公司矿山开采权无形资产原值	42
图 41: 海螺水泥、中国建材	42
图 42: 2018 年可比公司水泥及水泥熟料毛利率	43

图 43:	海螺水泥股权结构.....	43
图 44:	海螺创业简要构架.....	44
图 45:	公司、行业营收增速对比.....	44
图 46:	公司、行业利润总额增速对比.....	44
图 47:	上海地区砂石价格(元/吨).....	46
图 48:	公司骨料产能.....	47
图 49:	公司骨料收入、毛利率.....	47
图 50:	公司国外收入.....	48
图 51:	公司国外毛利.....	48
图 52:	公司国内、国外业务毛利率对比.....	48
图 53:	公司投产海外熟料产能结构.....	49
图 54:	公司在建海外熟料产能结构.....	49
图 55:	2019 年水泥企业投产海外水泥熟料产能.....	49
图 56:	2019 年水泥企业在建海外水泥熟料产能.....	50
图 57:	公司混凝土产能.....	51
图 58:	公司商品混凝土收入、毛利率.....	51
表 1:	公司前十大股东情况(截止 2020 年一季报).....	9
表 2:	历年政府工作报告、中央经济工作会议中关于房地产政策的表述.....	17
表 3:	各地疫情后出台的房地产支持政策.....	19
表 4:	水泥行业去产能政策.....	23
表 5:	水泥熟料产能换算表.....	25
表 6:	通用硅酸盐水泥国家标准组分规定.....	27
表 7:	主要水泥企业应对取消 PC32.5R 水泥措施.....	28
表 8:	全国水泥错峰政策.....	29
表 9:	2019~2020 年度部分地方水泥错峰政策.....	30
表 10:	熟料生产成本测算表.....	33
表 11:	水泥、煤炭价差.....	34
表 12:	各区域水泥价格指数年均值同比增长.....	37
表 13:	公司在华东区域配备码头的子公司.....	42
表 14:	主要水泥公司骨料业务发展情况.....	47
表 15:	公司主要海外经营子公司.....	49
表 16:	公司 2019 年年末在建工程情况.....	50
表 17:	公司未来 3 年收入预测.....	52
表 18:	公司未来 3 年毛利率预测.....	52
表 19:	可比公司估值表.....	53
表 20:	FCFE 预测(百万元).....	53
表 21:	FCFE 估值结果及敏感性分析.....	54
表 22:	盈利预测结果(百万元).....	54

1、公司简介：安徽国资旗下水泥行业龙头企业

公司主要从事水泥及商品熟料的生产和销售，目前熟料产能规模达到全国第二。公司生产线全部采用先进的新型干法水泥工艺技术，具有产量高、能耗低、自动化程度高、劳动生产率高、环境保护好等特点。公司在华东、华南地区拥有丰富的优质石灰石矿山资源，含碱度低，碳酸钙含量高，为生产高品质低碱水泥提供了得天独厚的原材料；公司生产全部采用新型干法旋窑工艺技术，装备先进，实现了从矿石开采到码头装运的全程自动化控制，按照 ISO9001 国际质量认证体系进行质量管理和监控；依靠完备的铁路、公路及水路运输系统，形成了专业化生产体系和庞大的市场营销网络。“海螺”牌高等级水泥和商品熟料为公司的主导产品。“CONCH” 商标被国家商标局认定为驰名商标，“海螺”牌水泥被国家质量监督检验检疫总局批准为免检产品，长期、广泛应用于举世瞩目的标志性工程。

图 1：2019 年年底中国水泥熟料产能十强



资料来源：中国水泥协会，长城证券研究所

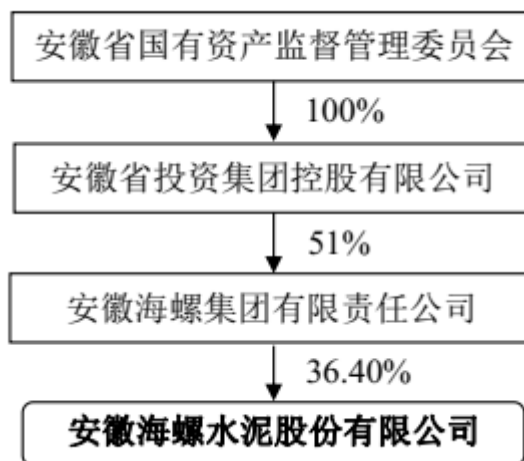
公司控股股东安徽海螺集团持股比例 36.4%，安徽省国资委为公司实际控制人。截止 2019 年年报，主要股东包括安徽海螺集团（36.40%）、香港中央结算代理人公司（24.50%）、香港中央结算陆股通（7.99%）、中国证券金融公司（2.99%）、中央汇金投资（1.33%）、海螺创业投资（0.77%）、高瓴资本 HCM 中国基金（0.70%）等。

表 1: 公司前十大股东情况 (截止 2020 年一季报)

股东名称	占总股本比例(%)
安徽海螺集团有限责任公司	36.40
香港中央结算(代理人)有限公司	24.50
香港中央结算有限公司(陆股通)	7.99
中国证券金融股份有限公司	2.99
中央汇金资产管理有限责任公司	1.33
安徽海螺创业投资有限责任公司	0.77
高瓴资本管理有限公司-HCM 中国基金	0.70
马来西亚国家银行	0.58
何享健	0.33
中国工商银行-上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	0.30
合计	75.89

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

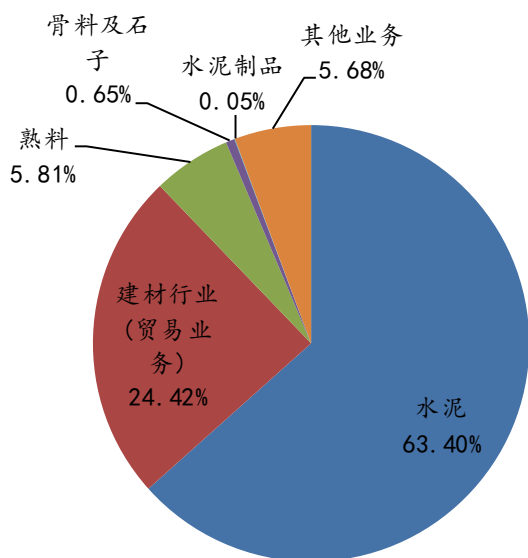
图 2: 海螺水泥实际控制股权结构图



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

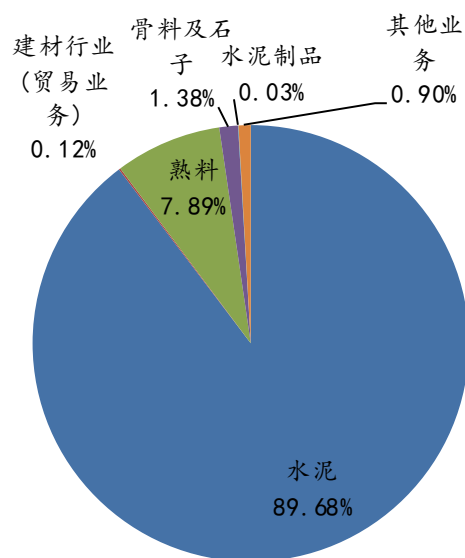
水泥、熟料是公司的主要业务, 公司也经营建材贸易、骨料及石子等。2019 年, 公司收入结构中, 水泥、建材贸易、熟料、骨料及石子、其他分别占 63%、24%、6%、1%、6%; 毛利结构中, 水泥、熟料、骨料及石子、其他分别占 90%、8%、1%、1%。

图 3: 2019 年收入结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 4: 2019 年毛利结构

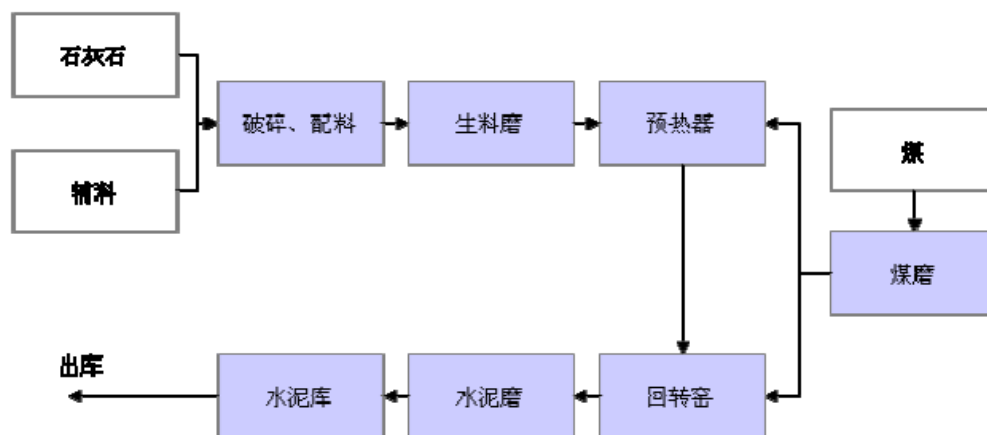


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2、水泥行业：基建快速加码，早周期品种水泥有望首先受益

水泥的生产流程为两磨一烧，即生料粉磨、大窑煅烧和水泥粉磨（熟料粉磨）。水泥生产的原材料包括石灰石质、粘土质材料、铝质校正材料、铁质校正材料及石膏等。各种原材料按一定配比进入生料粉磨系统粉磨至合格的生料；再送入窑系统进行煅烧形成熟料；熟料、石膏、混合材按一定比例进入水泥粉磨系统粉磨至符合国家标准的粉状产品即为水泥。

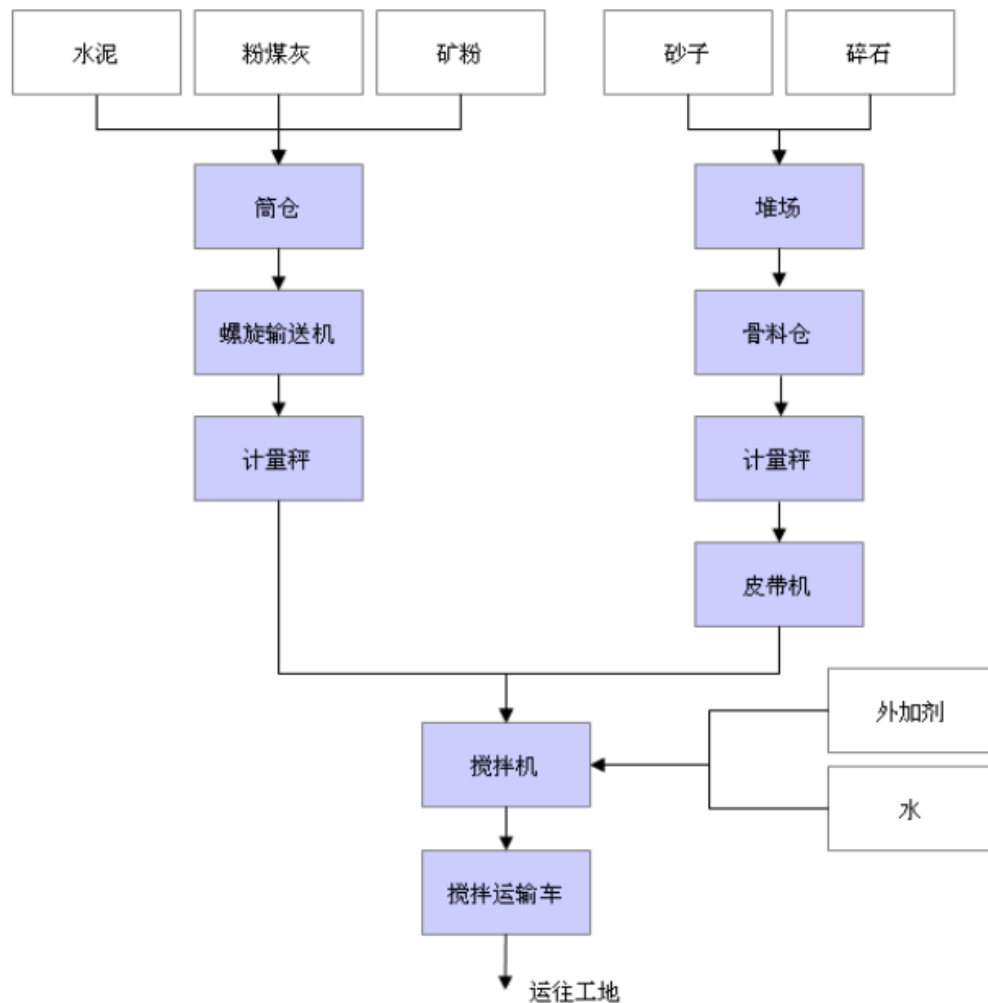
图 5：水泥生产流程



资料来源：公司公告，长城证券研究所

水泥作为一种原料，可与水及聚合物（如粉煤灰、碎石、砂及砂砾）搅拌并制成混凝土。水泥与聚合物按既定比例干搅 60 至 90 秒，然后加入水及其他添加剂，继续搅拌而制成混凝土。

图 6: 混凝土生产流程

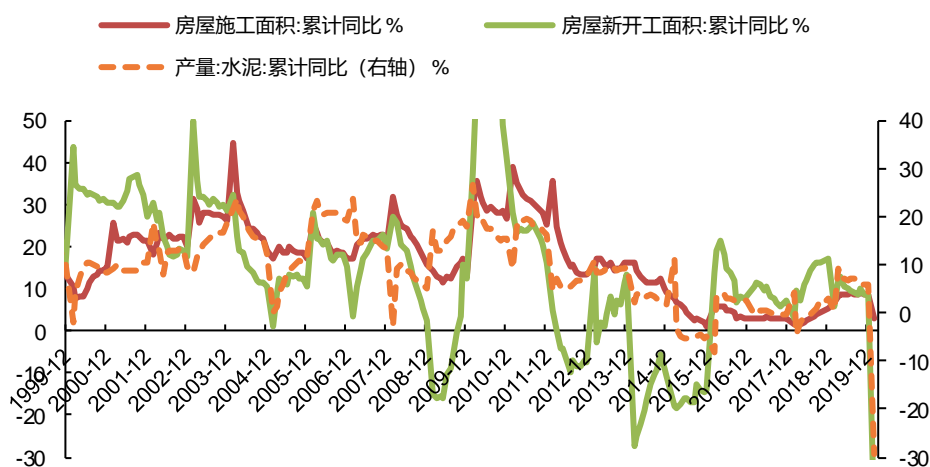


资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.1 水泥需求：基建快速加码，支撑水泥需求

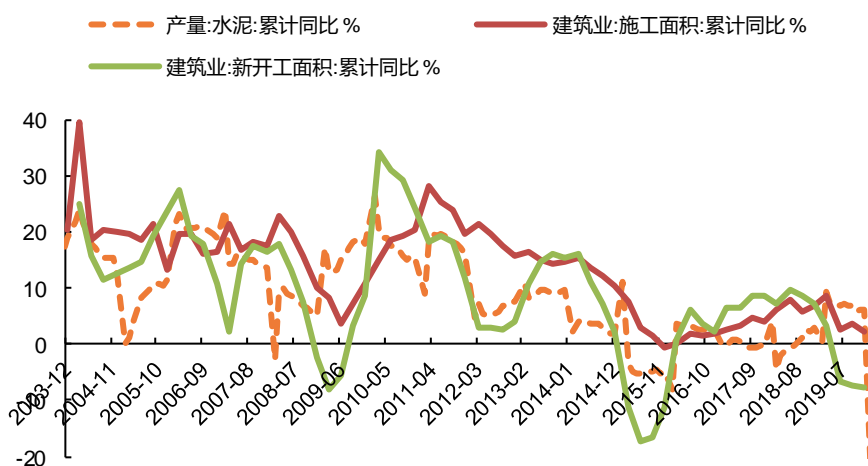
水泥需求包括房建、基建、农村市场等；从历史数据来看，水泥产量同比略领先于房屋、建筑业施工面积同比。

图 7: 水泥产量增速与房地产施工面积、新开工面积增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

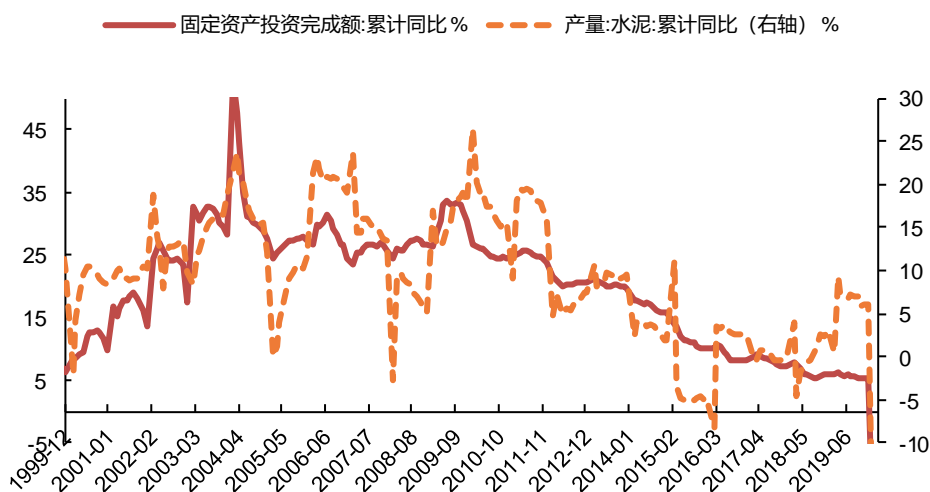
图 8: 水泥产量增速与建筑业施工面积、新开工面积增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

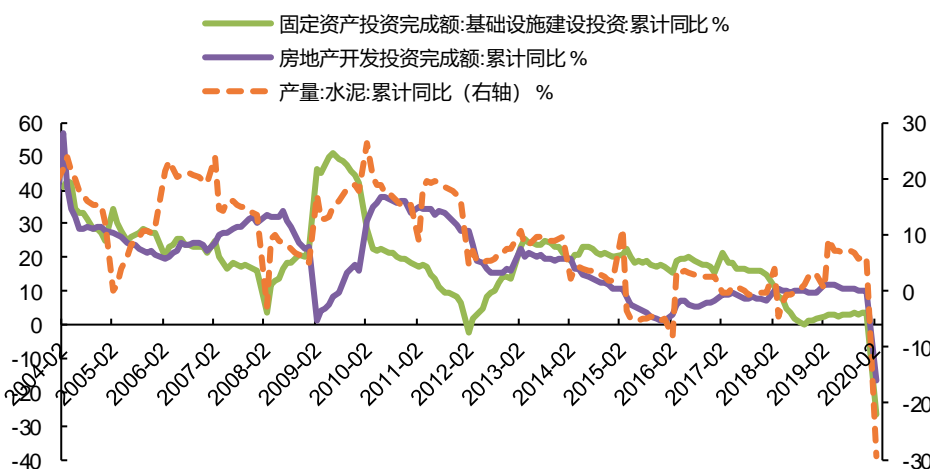
水泥产量同比和固定资产投资同比相关性较好。从固定资产投资明细项上来看,水泥产量同比和房地产开发投资增速在多数时间相关性较好。当基建投资逆周期调节发力的时候,例如2009年,水泥产量同比会受到基建投资增速上升而上升。

图 9: 水泥产量增速与固定资产投资增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

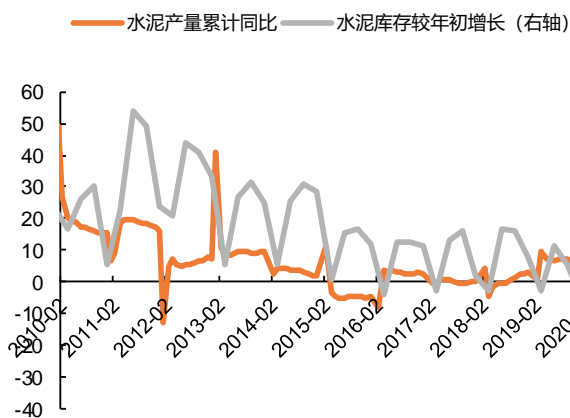
图 10: 水泥产量增速与房地产、基建投资增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

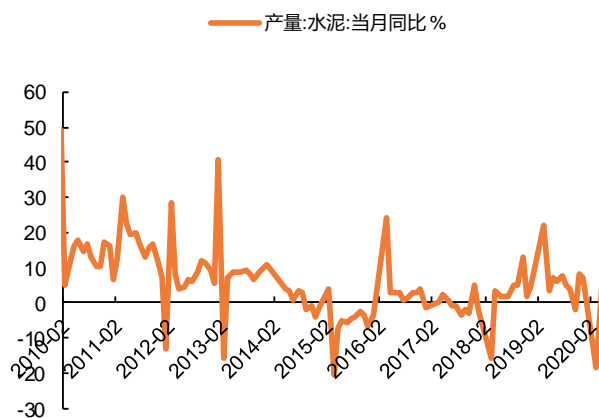
4月水泥产量同比增长从3月的-18.3%快速恢复到3.8%。2020年前4个月全国水泥产量累计同比-14.4%；2020年前3个月全国水泥产量累计同比-23.9%；2019年前4个月全国水泥产量累计同比7.3%。2020年4月全国水泥产量当月同比3.8%；2020年3月全国水泥产量累计同比-18.3%；2019年4月全国水泥产量当月同比3.4%。相比于平板玻璃等其他工业原材料，水泥下游需求基建占比较大，而且库存较少，产能开关成本相对较低；因而水泥产量恢复速度较快。

图 11: 水泥产量累计同比和库存增长



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 12: 水泥产量当月同比

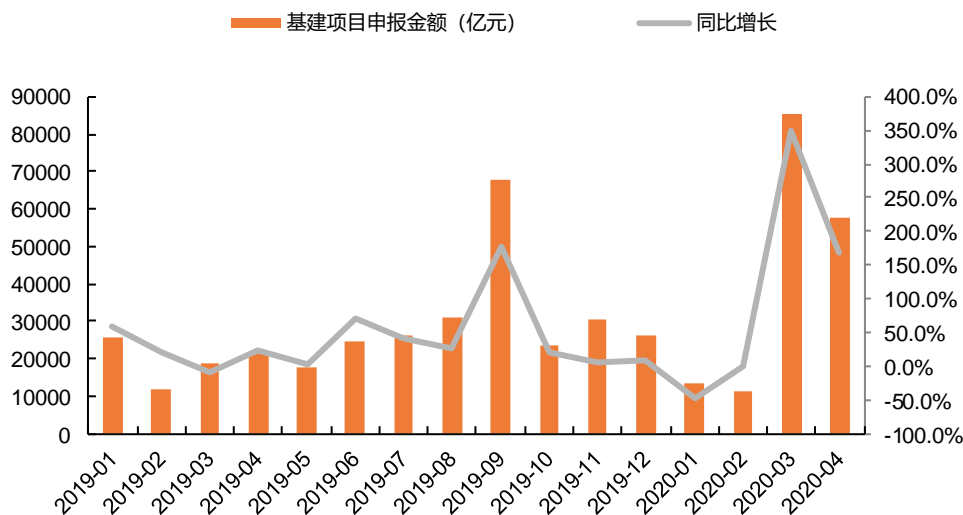


资料来源: Wind, 长城证券研究所

专项债额度增长近八成，基建快速加码

3 月、4 月份，全国基建项目申报金额分别达到 8.5、5.8 万亿元，同比增长 350%、167%。基建项目快速申报，给后续基建项目启动开工奠定基础。

图 13: 基建项目申报金额



资料来源: 全国投资项目在线审批监管平台, 长城证券研究所

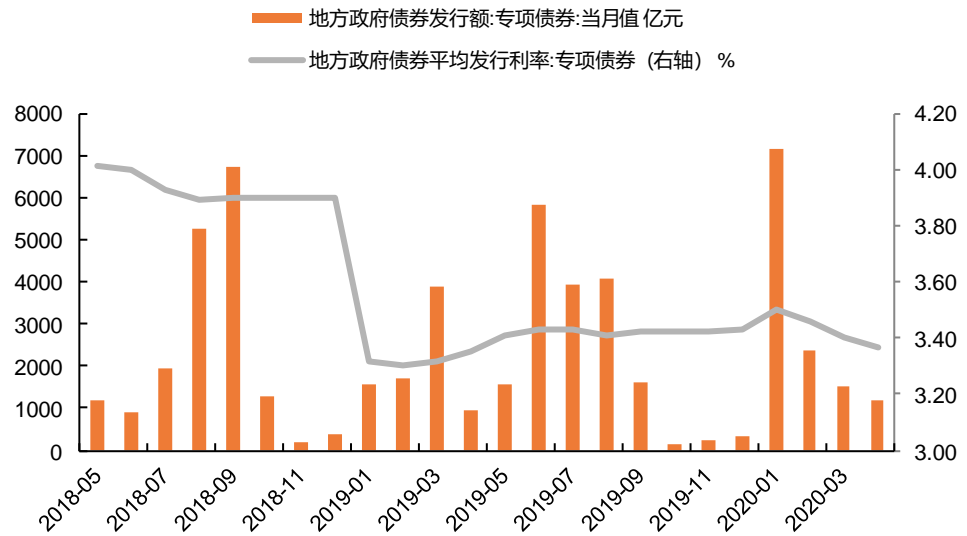
基础设施 REITs 试点加速，进一步丰富基建资金来源。2020 年 4 月，证监会、发改委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》。**1）基础设施 REITs 试点的原则包括：**支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目开展基础设施 REITs 试点；借鉴成熟国际经验，在现行法律法规框架下，在重点领域以个案方式先行开展基础设施 REITs 试点，稳妥起步，及时总结试点经验，优化工作流程，适时稳步推广；健全法律制度保障与相关配套

政策，把握好基础资产质量，夯实业务基础，有效防范市场风险等。**2) 基础设施 REITs 试点项目要求包括：**聚焦重点区域。优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。聚焦重点行业。优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。聚焦优质项目。基础设施 REITs 试点项目应符合以下条件：项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收；具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力；发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近 3 年无重大违法违规行为。**3) 加强融资用途管理。**发起人（原始权益人）通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。

政府工作报告指出：今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，同比增长近八成，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展 5G 应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。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。加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。健全市场化投融资机制，支持民营企业平等参与。要优选项目，不留后遗症，让投资持续发挥效益。

此前 1 万亿专项债新增限额提前发布，前 4 个月专项债发行规模同比增长 50.8%，刺激基建投资。**1) 1 万亿专项债新增限额提前发布：**5 月 6 日召开的国务院常务会议提出，在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增限额，力争 5 月底发行完毕。扩大地方专项债发行规模，是财政部门对冲疫情负面影响的一个抓手。此前下达的专项债投向了交通基础设施、市政和产业园基础设施等七大领域，财政部副部长许宏才在 4 月初的国新办发布会上表示，新一批专项债将体现疫情防控需要和投资领域需求变化，比如将国家重大战略项目单独列出、重点支持；增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、职业教育、城市供热供气等市政设施项目；加快建设 5G 网络、数据中心、人工智能等新型基础设施。**2) 前 4 个月专项债发行规模同比增长 50.8%，发行利率维持低位。**今年前 4 个月专项债发行规模 1.2 万亿元，同比增长 50.8%。**3) 今年将提高专项债作为重大项目资本金的比例：**去年 6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》明确，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。去年 9 月，国务院常务会议明确，按规定提前下达 2020 年专项债部分新增额度。将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右。今年 4 月，在 4 月 3 日的国务院联防联控机制新闻发布会上，财政部副部长许宏才表示将提高专项债作为重大项目资本金的比例。去年的比例是 20%，今年允许地方适当提高比例，加大社会资本投入，提高专项资金发挥作用。

图 14: 地方政府专项债发行规模和利率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

坚持房住不炒、因城施策，房地产投资保持韧性

今年央行、统计局等多部委重申坚持房住不炒，不将房地产作为短期刺激经济手段；房住不炒、因城施策主基调有望延续。2016 年政府工作报告首次提出因城施策；当年年底的中央经济工作会议首次提出房住不炒，此后该表述延续至今。今年 3 月 3 日，中国人民银行会同财政部、银保监会召开金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会暨电视电话会。会议强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。3 月 16 日，统计局新闻发言人毛盛勇在新闻发布会上说，房地产“房住不炒”的定位没有改变。这些年实施因城施策，强化和落实地方城市主体责任，房地产市场总体平稳，稳地价、稳预期、稳房价的局面初步形成。至于房地产发展政策，按照推动高质量发展的要求，不把房地产作为短期刺激政策。4 月 17 日，中共中央政治局召开会议，再次重申要坚持“房住不炒”的定位：要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。5 月 22 日，政府工作报告指出：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施，让城市更宜业宜居。

表 2: 历年政府工作报告、中央经济工作会议中关于房地产政策的表述

发布时间	政策文件	主要内容
2016/3/17	2016 年政府工作报告	1) 今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例。 2) 完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。 3) 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加大力度，稳健的货币政策要灵活适度。
2016/12/16	2016 年中央经济工作会议	1) 去库存方面，要坚持分类调控，因城因地施策，重点解决三四线城市房地产库存过多问题。 2) 促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要

		加快住房租赁市场立法, 加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿, 规范开发、销售、中介等行为。
2017/3/16	2017 年政府工作报告	3) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效, 预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。货币政策要保持稳健中性, 适应货币供应方式新变化, 调节好货币闸门, 努力畅通货币政策传导渠道和机制, 维护流动性基本稳定。 1) 因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多, 要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性, 落实地方政府主体责任, 加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制, 健全购租并举的住房制度, 以市场为主满足多层次需求, 以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控, 房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地, 规范开发、销售、中介等行为, 遏制热点城市房价过快上涨。目前城镇还有几千万人居住在条件简陋的棚户区, 要持续进行改造。 2) 今年再完成棚户区住房改造 600 万套, 继续发展公租房等保障性住房, 因地制宜、多种方式提高货币化安置比例, 加强配套设施建设和公共服务, 让更多住房困难家庭告别棚户区, 让广大人民群众在住有所居中创造新生活。 3) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效。货币政策要保持稳健中性。
2017/12/20	2017 年中央经济工作会议	1) 加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁, 保护租赁利益相关方合法权益, 支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制, 保持房地产市场调控政策连续性和稳定性, 分清中央和地方事权, 实行差别化调控。 2) 要创新和完善宏观调控, 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策, 健全经济政策协调机制, 保持经济运行在合理区间。
2018/3/22	2018 年政府工作报告	1) 启动新的三年棚改攻坚计划, 今年开工 580 万套。加大公租房保障力度, 对低收入住房困难家庭要应保尽保, 将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。 2) 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实地方主体责任, 继续实行差别化调控, 建立健全长效机制, 促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求, 培育住房租赁市场, 发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 让广大人民群众早日实现安居宜居。 3) 健全地方税体系, 稳妥推进房地产税立法。 4) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效。货币政策要保持稳健中性。
2018/12/21	2018 年中央经济工作会议	1) 要构建房地产市场健康发展长效机制, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策、分类指导, 夯实城市政府主体责任, 完善住房市场体系和住房保障体系。 2) 宏观政策要强化逆周期调节, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 适时预调微调, 稳定总需求; 积极的财政政策要加力提效, 实施更大规模的减税降费, 较大幅度增加地方政府专项债券规模; 稳健的货币政策要松紧适度, 保持流动性合理充裕, 改善货币政策传导机制, 提高直接融资比重, 解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。
2019/3/16	2019 年政府工作报告	1) 更好解决群众住房问题, 落实城市主体责任, 改革完善住房市场体系和保障体系, 促进房地产市场平稳健康发展。 2) 继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造, 保障困难群体基本居住需求。 3) 健全地方税体系, 稳步推进房地产税立法。 4) 要正确把握宏观政策取向, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加力提效。稳健的货币政策要松紧适度。
2019/12/12	2019 年中央经济工作会议	1) 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 全面落实因城施策, 稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制, 促进房地产市场平稳健康发展。 2) 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要大力提质增效, 更加注重结构调整, 坚决压缩一般性支出, 做好重点领域保障, 支持基层保工资、保运转、保基本民生。稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕, 货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应, 降低社会融资成本。
2020/5/22	2020 年政府工作报告	1) 深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用, 培育产业、增加就业。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策, 促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施, 让城市更宜居。 2) 稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段, 引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具, 务必推动企业便利获得贷款, 推动利率持续下行。

资料来源: 人民政府网等, 长城证券研究所

不完全统计, 60 多个省市从 2 月至今陆续出台房地产支持政策, 主要具体措施包括: 鼓励信贷适度增长、缓交出让金、顺延开竣工时间、放宽商品房预售条件、加大土地供应量、扩大购房补贴范围、降低人才落户门槛等。

表 3: 各地疫情后出台的房地产支持政策

时间	各地政策
2月5日	嘉兴: 取消购房类提取住房公积金的时间限制。
2月7日	武汉: 支援武汉防疫工作的外地医护人员, 在汉购房申请异地公积金贷款时, 不受户籍地限制。
2月8日	湖州南浔区: 允许延期缴纳出让金; 允许办理开工延期, 原则上不超过6个月。
2月8日	山东威海: 扩大大学毕业生“521生活津贴”发放范围。
2月11日	杭州: 已签订《土地出让合同》地块, 可申请延缓土地出让金缴纳; 已交付尚未开工或竣工的地块, 疫情持续期间不计入企业自身原因的开工延期违约责任。
2月12日	上海: 调整土地价款缴付方式和期限; 顺延开工和投达产履约时间; 降低产业用地成本。
2月12日	无锡: 引导在锡银行机构保持房地产和建筑施工企业信贷合理适度增长。已经领取施工许可证范围内的楼栋, 申请预售时原形象进度要求调整为按投资额计算, 预售部分完成25%以上投资即可。企业可申请延迟交地和延期缴纳出让金。
2月12日	深圳: 对因新型冠状病毒肺炎住院治疗或隔离人员、疫情防控需要隔离观察人员和参加疫情防控工作人员, 可申请办理延长公积金贷款期限。
2月12日	西安: 分期缴纳土地出让价款, 缴款期限最长不超过一年。允许变更出让价款缴纳期限。
2月12日	南昌: 调整土地出让竞买保证金比例。调整土地出让金缴纳期限。允许延期缴纳出让金。允许延期开工, 延期时间视疫情情况原则上不超过6个月。
2月12日	浙江: 企业因疫情影响无法按约定签订《成交确认书》《土地出让合同》或缴纳出让金的, 经申请可以延期至疫情消除后签约、缴款。因疫情影响未能按期交地、动工、竣工的, 不计入违约期并不收取违约金。
2月13日	天津: 延期缴纳土地出让金。项目开工工期顺延。
2月13日	南京: 允许土地出让价款延期缴纳。鼓励有条件的企业提前缴款、提前开工、加快项目开发建设, 确有困难的, 可申请延期开工时间。对于受本次疫情影响未能按期交地、开工、竣工的, 疫情一级响应期间均不计入违约期。
2月13日	成都: 参保单位职工个人在2020年3月底前购房时, 因受疫情影响, 提供的连续缴纳社保证明里未能正常显示2020年1月、2月、3月社保缴纳金额的, 视为连续缴纳, 其购房资格不受影响。
2月13日	广西: 允许土地出让金延期缴纳。对受疫情影响不能如期缴纳土地出让金的, 经本级人民政府批准同意后, 可适当延期缴纳。
2月13日	济南: 允许延期缴纳土地出让金。暂缓开(竣)工现场核验。受疫情影响未能按期开(竣)工的, 自2020年1月23日(含)至济南市疫情消除日后10日不计入违约责任。
2月13日	绍兴: 对于受本次疫情影响未能按期交地、动工、竣工的, 疫情持续期间不计入违约期。已签订《土地出让合同》, 按约定在一级响应期间需缴纳土地出让金的, 受让人可申请延期缴纳。
2月14日	厦门: 加大对房地产开发企业的资金支持力度, 适当调整商品房预售资金的监管方式。支持国有企业对自持运营的长租公寓适当减免两个月租金, 倡导机构化租赁企业适当减免或延期支付两个月租金。
2月14日	合肥: 适当调整土地出让金缴纳期限。适当调整开工工期。
2月15日	福州: 调整商品房预售条件。经营性房地产项目达到投资总额的25%以上, 按规定予以办理商品房预售审批手续。加快商品房合同网签备案, 促进商品房销售, 支持企业及时回笼资金。顺延项目开工工期。
2月17日	沈阳: 进一步加大土地供应量。土地出让金缴款时间在疫情一级响应期间的, 该期款项缴款时间可延期至一级响应期结束后第五个工作日。积极促进商品房入市和销售。稳妥实施税费支持政策。
2月18日	福建龙岩: 顺延项目开工工期。调整土地出让金缴交期限。调整商品房预售条件。调整预售资金监管方式。
2月18日	佛山三水区: 调整土地价款缴付方式和时间。未能按土地出让合同约定缴付土地价款的, 不计收滞纳金、违约金和分期支付产生的利息。调整预售条件。加大土地供应。提供信贷支持, 倾斜融资政策。
2月19日	湖南衡阳: 实行购房补贴。签订网签协议并缴纳契税, 补贴部分契税。扩大人才购房补贴对象范围。在签订出让合同后一个月缴纳土地出让总价款50%, 余款在办理用地不动产登记前缴清, 最长不超过12个月。实施差异化预售资金监管。
2月19日	焦作: 调整商品房预售管理办法。降低土地竞买履约保证金、分期缴纳土地出让价款。调整开工时间。积极提供金融支持。
2月19日	苏州: 延长土地出让金缴纳时限。在苏州市疫情防控一级响应期间公告挂牌出让的经营性用地, 第二期出让金缴纳时间可在原规定缴纳时间基础上顺延。调整交地、开工等履约要求。调整超过市场指导价报价规则。
2月20日	福建莆田: 降低预售许可条件。按合同约定应在疫情一级响应期间缴交的土地出让金, 可申请延缓至解除疫情一级响应后10日内缴交。受疫情影响不能按时开工的, 受让人可申请延期开工, 可按疫情一级响应时间天数顺延。
2月20日	苏州相城区: 扩大引才奖励范围。加强安居落户保障。降低人才落户门槛, 畅通人才购房绿色通道, 将工作满3个月的高技能人才纳入人才证明开具范围, 在区内购房不受户籍、社保、积分等限制条件的影响。大力招引技能人才。
2月20日	贵阳: 建设项目实物工程量达到25%以上, 且施工现场员工返岗率达到春节前60%以上的, 在办理商品房预售许可证时给予支持。部分房地产开发企业的开发项目可申请提前支取重点监管的预售资金用于保障本项目工程建设, 额度不超过重点监管资金余额的50%。可申请降低住房公积金缴存比例, 最低可降至国家规定的5%。
2月21日	河南: 符合困难减免条件的, 可按规定申请减免房产税、城镇土地使用税。阶段性加大信贷支持。引导在豫商业银行和非银行金融机构保持房地产企业信贷合理适度增长。
2月21日	马鞍山: 首套普通住房交易购房补贴政策再延长一年。对个人在马鞍山市市区购买90平方米及以下普通住房, 且该住房属于家庭唯一住房的, 给予购房人商品住房价值或存量房核价单核定价值1%的补贴; 购房补贴政策期限为一年。
2月21日	驻马店: 调整住房公积金贷款额度。将各县缴存职工的住房公积金最高贷款额度, 由45万元提高到50万元。调整住房公积金贷款首付比例。实行购房补助政策。各类人才补助标准200元/m ² , 大中专以上毕业生补助标准150元/m ² , 农民工补助标准100元/m ² 。加大房地产业金融支持力度。降低商品房预售门槛。规范商住比比例。
2月21日	青岛: 减轻住房公积金缴存负担。2020年6月底前, 受疫情影响无法正常按月缴存住房公积金的企业和自由职业者,

- 可以暂缓缴存住房公积金。将“先落户、后就业”政策放宽到毕业学年在校大学生，已落户的可享受本市购房、申请人才公寓等政策。
- 2月22日 广西：全面启动城镇老旧小区改造。放宽住房公积金政策。2020年6月30日前，受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请缓缴住房公积金，缓缴期间的缴存时间连续计算，不影响职工正常提取和申请住房公积金。
- 2月23日 南宁：职工个人及家庭只拥有一套住房，且该住房建筑面积在120平方米（含）以内的，允许其在购买建筑面积为144平方米（含）以内的第二套住房时申请使用住房公积金贷款。职工个人及家庭购买第二套住房或第二次申请住房公积金贷款的，购房首付款比例应不低于40%，贷款利率调整为同期住房公积金个人住房贷款利率的1.1倍，最高贷款金额为50万元。
- 2月25日 杭州：对全球本科以上所有应届大学生，在发放本科1万元、硕士3万元、博士5万元一次性生活补助的基础上，再给予每年1万元租房补贴，最多可享受6年。加快人才专项租赁住房建设，到明年底前新建5万套。提高高层次人才购房补贴。
- 2月25日 广西钦州：实施契税补贴。阶段性放宽预售许可形象进度要求。申请预售时形象进度调整为按投资额计算，预售部分投入开发建设的资金达到工程建设总投资的25%以上即可。顺延工期和交付期限，不计违约责任。合理调整商品房住房销售价格备案范围。
- 2月25日 安徽滁州：适度放宽预售条件。合理顺延合同工期。因受疫情影响导致的建设工程延误，应当合理顺延工期。因疫情造成不能如期竣工验收交付的房地产开发项目，交付期限顺延。
- 2月25日 东莞：申请人符合购买装配式住宅、东莞市认定的特色人才、申请贷款时往前推算已连续满5年未提取公积金等情形之一的，可贷额度在计算公式计算额度的基础上最高可上浮20%。
- 2月27日 北京：受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请在2020年6月30日前缓缴住房公积金。2020年6月30日前，住房公积金贷款的借款人因受新冠肺炎疫情影响未能正常还款的，不作逾期处理。
- 2月27日 江西抚州：降低企业购地资金使用成本。今年内新出让的房地产用地，竞买保证金比例下调为出让最低价的40%。受疫情影响不能按期开、竣工的，受让人可申请延期开、竣工，不计入违约期，不收取违约金，延期时间视疫情情况原则上不超过6个月。调整预售重点资金使用节点。降低预售重点资金监管比例。放宽商品房预售申报条件。激活市场消费。2020年3月1日至6月30日期间，购买新建普通商品住宅的，由受益财政给予购房户150元/m²的购房补贴。提高公积金贷款额度。顺延企业竣工交付时间。加大金融支持力度。
- 2月27日 石家庄：缓解房地产开发项目资金压力。在疫情防控期间至结束后6个月内，将形象进度要求调整为预售楼栋完成投资不低于25%。促进住房交易和消费。加大住房保障支持力度。
- 2月27日 南京：受疫情影响的企业，可通过住房公积金网上办事大厅降低缴存比例；企业与职工协商一致的，可凭协商意见及补缴方案申请在2020年6月30日前缓缴住房公积金。
- 2月27日 大连：因受疫情影响导致生产经营困难的企业，可申请在2020年6月30日前缓缴住房公积金。住房公积金贷款职工，自2020年1月25日起至2020年6月30日，因受疫情影响未能正常还款的，不作逾期处理。
- 2月27日 广州花都区：通过公开出让取得土地的单位均可先行向市规划和自然资源局花都区分局申请规划服务，由市规划和自然资源局花都区分局开展设计方案批复和建设工程规划许可证核发的模拟审批，对符合要求的单位分别出具模拟审批复函。竞得土地的单位在取得土地证明文件后即可换发正式批复文件。
- 2月27日 徐州：延长住房公积金缴存期限。受疫情影响生产经营困难的企业可向市公积金中心申请缓缴2020年2月份至6月份的住房公积金。
- 2月28日 苏州：对2020年1月24日前土地已成交并已进入实质性启动阶段的房地产项目，申请预售时原形象进度要求调整为按投资额计算，申请预售部分完成25%以上投资即可。因疫情影响造成已出让土地的工程建设延期复工，不能按期开竣工的，开竣工时间相应顺延；不能如期竣工验收和交付的房地产开发项目，交付期限顺延。
- 2月28日 长沙：受疫情影响的企业可按规定申请在2020年6月30日前缓缴住房公积金，缓缴期间职工贷款和提取权益不受影响。2020年7月起企业因生产经营困难需要继续缓缴的，最长可申请缓缴12个月。
- 2月28日 河南鹤壁：放宽商品房预售许可办理条件。提前拨付预售资金。疫情防控期间，商品房预售资金监管部门可依据企业申请，提前一个节点拨付预售资金，最后一个节点除外。顺延企业相应工期。受疫情影响不能履行合同的，合同工期予以顺延。已出让土地优惠政策。
- 2月29日 鄂尔多斯：允许企业暂缓缴存住房公积金。因受疫情影响暂时失去收入来源的人群，疫情防控期间未能按时正常偿还住房公积金贷款的，可灵活调整其还款安排。
- 3月2日 天津：对落户到天津滨海中关村科技园和宝坻京津中关村科技城的符合天津产业发展定位的北京转移来津项目：优化子女教育保障。便利医疗医保服务。鼓励职工来津工作落户。完善投融资扶持。满足在津合理住房需求。
- 3月4日 上海：颁布住房公积金支持实施细则
- 3月6日 广州：高校中职学生也可入广州集体户；广州新政2.0版上线，删除公寓销售放开相关条文
- 3月9日 海南：继续全域限购政策，本地居民限购第三套房
- 3月10日 山东：统筹做好住建领域经济社会发展工作，适度降低商品房预售条件和预售资金监管留存比例。
- 3月11日 深圳：申请预售的商品房项目，不再要求提交项目资本金余额证明。符合条件的房企可解冻20%预售资金
- 3月12日 宝鸡：各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策，公积金贷款最高额度由40万提高到50万。
- 3月12日 天津：技能型人才引进落户条件调整
- 3月16日 江门：2020年3月16日起，提高住房公积金个人住房贷款最高额度
- 3月17日 广州：完善人才政策
- 3月18日 佛山：优化优粤佛山卡T卡申领工作
- 3月20日 南京浦口区：进一步扩大人才购房政策覆盖面
- 3月21日 苏州：对人才落户相关政策进行调整，自2020年5月1日起执行

3月23日 玉林：市本级2020年购买新建商品房实施契税补贴政策

3月24日 益阳：鼓励市民合理住房消费

3月27日 江门：支持各类外地人才安居乐业，对限购区域内新建商品住房的购房资格作出了部分优化

资料来源：中指研究院等，长城证券研究所

宝鸡、驻马店降低首付比例政策撤销，济南、广州限购放松政策撤销，房住不炒思路延续。

1) 驻马店：2月21日，驻马店市政府发布《关于进一步规范促进房地产业平稳健康发展的意见》，其中有17项稳楼市政策，包括“要求金融机构适度下调个人住房按揭贷款利率，首套房贷款最低首付比例由30%下调为20%”。2月28日，河南省人民政府网站发布消息，省政府约谈驻马店市人民政府主要负责同志，坚持“房住不炒”，落实主体责任。保持房地产调控政策连续性、稳定性，不将房地产作为短期刺激经济的手段，实现稳地价稳房价稳预期目标。后续，该文件撤销。

2) 宝鸡：3月12日，陕西省宝鸡市政府办公室关于印发《宝鸡市住建行业坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战稳企业稳民生稳发展若干措施》，包括土地出让金保证金缴纳比例、土地出让金分期支付、信贷支持、调整公积金贷款额度，共计15条。《措施》第12条明确，各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策，公积金贷款最高额度由40万元提高至50万元。当晚，该文件从政府网站撤回。

3) 广州：3月3日，广州市政府官网发布《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》，提出商服类项目不再限定销售对象，已确权登记的不再限定转让对象。3月4日，这则《通知》被撤下。3月5日，《通知》再次出现，但原本关于松绑商服类项目的政策条文已被删除。

4) 济南：3月17日，山东省济南市新旧动能转换先行区网站发布“更正声明”，济南新旧动能转换先行区2020年3月15日发布的《关于促进济南绿色建筑国际产业园发展十条政策》中，涉及“预售监管资金即征即返”；“在先行区直管区范围内购买二星级及以上绿色建筑商品住宅的，不受济南市限购政策约束”的表述不准确，现予以更正。

4月商品房销售、施工、新开工、竣工当月同比下降2.1%、1.9%、1.3%、8.8%，除竣工增速外基本恢复到去年同期水平。

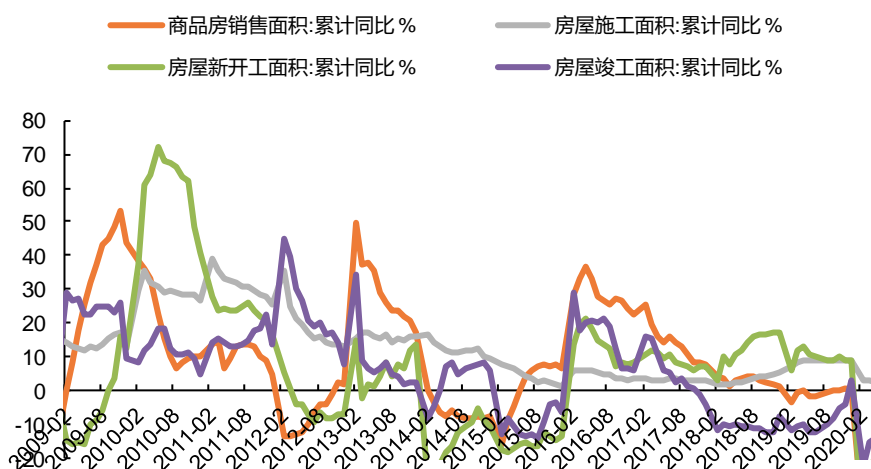
1) 2020年前4个月全国商品房销售面积累计同比-19.3%；2020年前3个月全国商品房销售面积累计同比-26.3%；2019年前4个月全国商品房销售面积累计同比-0.3%。

2) 2020年前4个月全国商品房施工面积累计同比2.5%；2020年前3个月全国商品房施工面积累计同比2.6%；2019年前4个月全国商品房施工面积累计同比8.8%。

3) 2020年前4个月全国商品房新开工面积累计同比-18.4%；2020年前3个月全国商品房新开工面积累计同比-27.2%；2019年前4个月全国商品房新开工面积累计同比13.1%。

4) 2020年前4个月全国商品房竣工面积累计同比-14.5%；2020年前3个月全国商品房竣工面积累计同比-15.8%；2019年前4个月全国商品房竣工面积累计同比-10.3%。

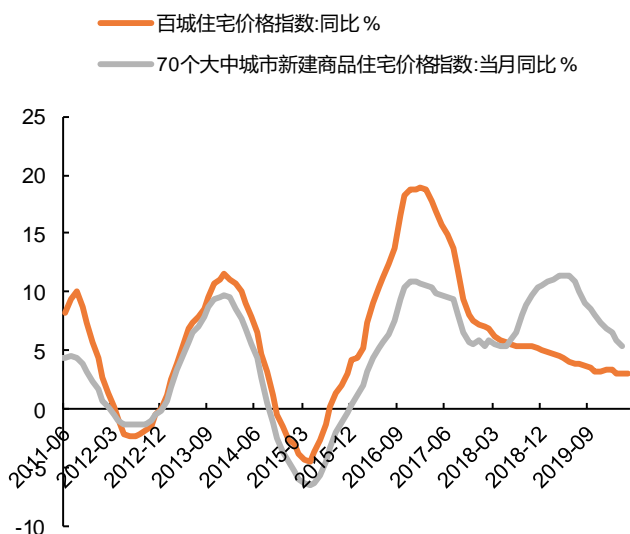
图 15: 商品房销售、施工、新开工、竣工面积累计同比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

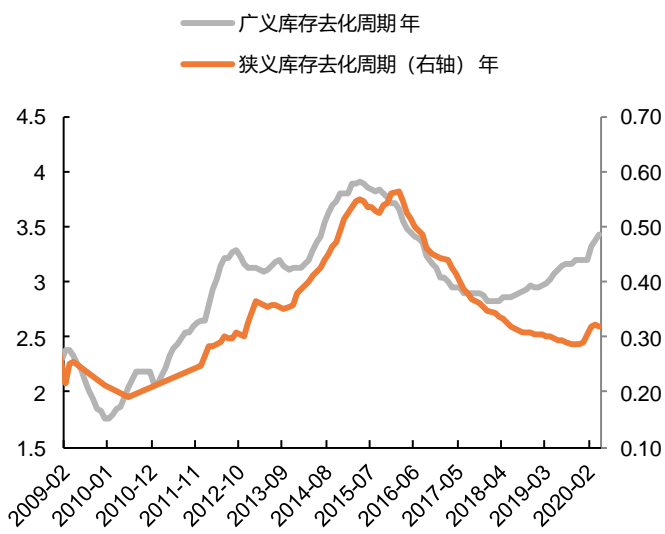
4 月百城住宅价格指数同比 2.9%，增速基本和上月持平；近期库存去化周期略有上升。
 1) 2020 年 4 月百城住宅价格指数同比 2.9%；2020 年 3 月百城住宅价格指数同比 3.0%；2019 年 4 月百城住宅价格指数同比 4.3%。
 2) 2020 年 3 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比 5.4%；2020 年 2 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比 5.9%；2019 年 3 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比 11.3%。
 3) 2020 年 4 月广义库存去化周期 3.43 年；2020 年 3 月广义库存去化周期 3.38 年；2019 年 4 月广义库存去化周期 3.02 年。
 4) 2020 年 4 月狭义库存去化周期 0.32 年；2020 年 3 月狭义库存去化周期 0.32 年；2019 年 4 月狭义库存去化周期 0.30 年。

图 16: 百城住宅价格指数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 17: 房地产库存去化周期

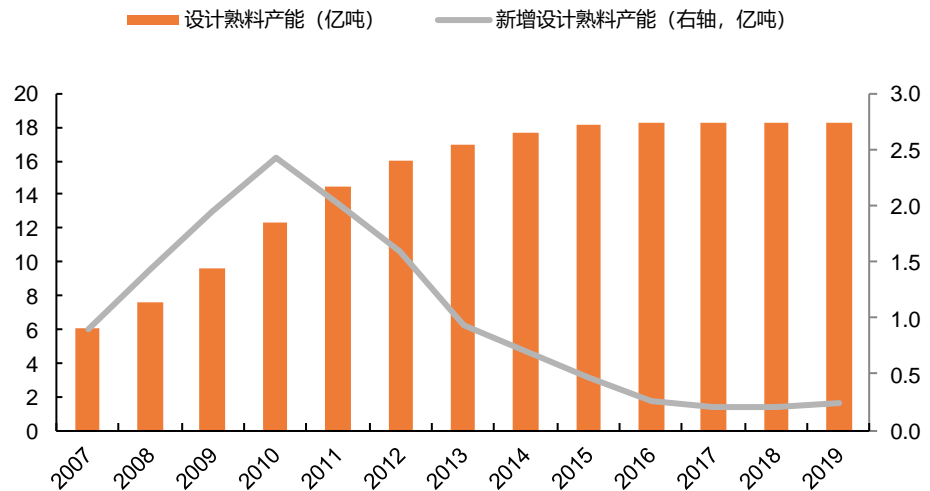


资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.2 水泥供给：熟料产能规模维持稳定，强度提标后供给有望进一步收缩

去产能政策卓有成效，2015~2019年，水泥熟料设计产能在18.1~18.3亿吨波动，基本保持稳定。

图 18：水泥设计熟料产能保持稳定



资料来源：Wind，长城证券研究所

表 4：水泥行业去产能政策

时间	政策	主要内容
2013/10	国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见	坚决淘汰落后产能。分解落实年度目标，在提前一年完成“十二五”钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃等重点行业淘汰落后产能目标任务基础上，通过提高财政奖励标准，落实等量或减量置换方案等措施，鼓励地方提高淘汰落后产能标准，2015 年底前再淘汰炼铁 1500 万吨、炼钢 1500 万吨、水泥（熟料及粉磨能力）1 亿吨、平板玻璃 2000 万重量箱。 加快制修订水泥、混凝土产品标准和相关设计规范，推广使用高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消 32.5 复合水泥产品标准，逐步降低 32.5 复合水泥使用比重。鼓励依托现有水泥生产线，综合利用废渣发展高标号水泥和满足海洋、港口、核电、隧道等工程需要的特种水泥等新产品。支持利用现有水泥窑无害化协同处置城市生活垃圾和产业废弃物，进一步完善费用结算机制，协同处置生产线数量比重不低于 10%。强化氮氧化物等主要污染物排放和能源、资源单耗指标约束，对整改不达标生产线依法予以淘汰。
2013/6	国家发展改革委、工业和信息化部关于坚决遏制产能严重过剩行业盲目扩张的通知	产能严重过剩加剧资源环境瓶颈制约，对产业健康良性发展以及就业和金融安全产生巨大危害，如不及时纠正，将对稳增长、防通胀、控风险的大局造成不利影响。各地要提高认识，切实把思想和行动统一到中央的决策部署上来，科学论证产业布局，依法依规履行项目建设手续，坚决遏制钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业盲目扩张。
2014/8	工业和信息化部日前发出紧急通知要求坚决遏制水泥平板玻璃行业新增产能	随着近年来的在建项目陆续建成投产，水泥、平板玻璃行业总产能仍在增长，全行业产销率走低，应收账款增加，影响行业平稳运行的风险依然较大，特别是少数地区仍然存在盲目新上项目的现象。这种势头如不及时遏制，势必严重干扰化解产能严重过剩工作大局。为此，工业和信息化部日前向各省、自治区、直辖市、计划单列市、新疆生产建设兵团工业和信息化主管部门发出紧急通知，要求坚决遏制水泥、平板玻璃行业新增产能。
2016/5	国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见	目标任务：到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60% 左右；建材产品深加工水平和绿色建材产品比重稳步提高，质量水平和高端产品供给能力显著增强，节能减排和资源综合利用水平进一步提升；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长。 具体措施包括：严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产、提升水泥制品等。
2017/12	中国水泥协会：水泥	2018~2020 年去产能目标及任务分解：

行业去产能行动计划 (2018~2020)	1、三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%，实现 34 号文件要求的“产能利用率达到合理水平”目标。 2、前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70% 以上，水泥产能集中度达到 60%。力争 10 个省区内前 2 家大企业熟料产能集中度达到 65%，超额完成 34 号文件要求的目标。 3、设立去产能专项资金（基金），形成政府主导和市场机制结合的去产能机制。2017 年试点、2018 年启动。2017 年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2018 年上半年正式启动运行。力争在 10 个省区组建水泥投资管理公司，设立去产能专项资金，与行业的环保、节能、质量、安全、矿山标准提升相配合，形成去产能的有效机制。
2019/7 中国建筑材料联合会：2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案	2019 年去产能、淘汰落后目标和措施 2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70% 以上。 采取的主要措施： 一方面，提高企业对行业发展的认识，站在行业发展的高度，发挥大企业的带头作用，前 50 强企业自律淘汰 2000t/d 以下的水泥生产线，对 2000t/d 以上的技术落后的生产线进行减量置换改造。 另一方面，加强政府引导和管理，对重点区域企业的 2000t/d 以下水泥生产线，尤其是排放、能耗指标达不到区域要求的生产线，进行强制淘汰。 三、2019 年结构调整目标和措施 2019 年，前 10 家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60% 以上。 调整产品比例，实现 32.5 等级水泥产品产量占比降低到 50% 以下。 采取的主要措施： 鼓励创新企业间兼并重组模式，支持相互参股、委托经营、资产交换等方式的市场整合，以优化市场布局，提高市场集中度。 创新提升技术标准，发挥标准引领作，推动水泥产品标准升级，提升产品质量和性能，尽早取消 32.5 等级水泥，实现产品高质量发展。

资料来源：发改委，工信部等，长城证券研究所

针对新建水泥熟料项目，除西藏外全面实施减量置换

2017 年 12 月，工信部发布新版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》；针对新建水泥熟料项目，除西藏外全面实施减量置换。《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号）明确规定：“各地方、各部门不得以任何名义、任何方式核准、备案产能严重过剩行业新增产能项目”，确有必要建设的新项目，必须按照等量或减量的原则制定产能置换方案。为规范产能置换方案的制定及实施工作，2015 年，工业和信息化部制定出台了《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》（工信部产业〔2015〕127 号，以下简称原办法），该办法已于 2017 年 12 月 31 日到期。为确保政策的连续性，便于产能置换工作有章可循，必须根据化解产能工作新形势、新问题和新要求，对原办法进行必要的修订。1) **加大减量置换力度，除西藏外全面实施减量置换。**实施办法规定：水泥熟料项目，除西藏地区继续执行等量置换外，其他地区全面实施减量置换，其中：位于国家规定的环境敏感区（京津冀、长三角、珠三角等）内的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能；位于非环境敏感区内的建设项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能。2) **对用于置换的产能限定更加严格。**实施办法明确：用于置换的产能应当为 2018 年 1 月 1 日以后在省级工业和信息化主管部门门户网站公告关停退出的产能。同时规定：已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受奖补资金和政策支持的退出产能，无生产许可的水泥熟料产能，均不得用于产能置换。当然，项目建设手续不合规的产能也不能用于置换。为防止和杜绝可能存在的欺骗行为，实施办法除重申用于置换的产能指标不得重复使用外，还鼓励行业协会、媒体和公众对产能置换方案执行情况和新建项目建设情况开展监督。3) **对用于置换的产能指标核定更加严格，实际产能小于备案或核准产能的，按实际产能确定。**鉴于水泥熟料项目建设存在“批小建大”现象，为倡导守信和依法依规，实施办法规定：用于置换的产能指标，依据项目备案或核准文件上的设计产能确定。实际产能小于备案或核准产能的，按实际产能确定。实际产能继续依据原办法附表推算，但为避免水泥熟料产能推算时出现混淆旋转窑内径与外径问题，实施办法从严

要求按旋转窑外径计。4) 允许产能置换方案中存在“先建后拆”现象；用于建设项目置换的产能，在建设项目投产前必须关停，并在建设项目投产一年内拆除退出。为更好地处理技术进步和压减过剩产能关系，有利于企业正常生产运营，实施办法规定：用于建设项目置换的产能，在建设项目投产前必须关停，并在建设项目投产一年内拆除退出。这实际上允许存在“先建后拆”现象，即用于置换的产能公告后、关停拆除前，建设项目可以开工建设。实际操作中，项目建设地省级主管部门要切实监督和指导企业，守承诺重诚信，确保在新项目投产前，关停退出用于置换的产能，在新项目投产一年内拆除原生产线，并及时发布关停、投产、拆除活动公告，自觉接受监督。5) **产能置换方案覆盖范围**：以下情形须制定产能置换方案：新建水泥熟料、平板玻璃(含光伏玻璃、汽车玻璃等工业玻璃原片)项目；按照《工业和信息化部 发展改革委关于印发水泥行业部分项目处理意见的通知》(工信部联原〔2016〕118号)已经由工业和信息化部、发展改革委联合明确由地方视情处理、但尚未公告产能置换方案的在建项目；“批小建大”情况的差额部分。以下情形可不制定产能置换方案：依托现有水泥窑和玻璃熔窑实施治污减排、节能降耗等不扩产能的技术改造项目；利用现有水泥窑协同处置危险废物、生活垃圾、市政污泥、焚烧飞灰、电石渣、磷石膏、建筑垃圾、农林秸秆等工业、农业和城市废弃物进行不扩产能的项目改造；确因当地发展规划调整，导致不属于国家明令淘汰的落后产能的生产装置迁建的，且企业持有生产许可证仍在有效期内，企业搬迁又未享受退出产能的资金奖补和政策支持，未更换同一实际控制人的项目，在相关证明材料符合要求的情况下可不制定产能置换方案，但也应承诺不新增产能，并公告项目迁建情况，主动接受监督。

表 5：水泥熟料产能换算表

核心工艺设备	水泥回转窑外径	水泥熟料产能(吨/天)
新型干法	Φ=2.8 米	500
回转窑	Φ=3.0 米	800
	Φ=3.2 米	1000
	Φ=3.5 米	1500
	Φ=4.0 米	2500
	Φ=4.3 米	3000
	Φ=4.6 米	4000
	Φ=4.8 米	5000
	Φ=5.2 米	6000
	Φ=5.6 米	8000
	Φ=6.4 米	10000

资料来源：工信部，长城证券研究所

预计 2020 年熟料产能净增长在 1%左右

预计 2020 年有 3000 万吨熟料产能新点火，产能净增长在 2000 万吨以下，占现有产能的 1%左右。中国水泥协会报道，从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2020 年仍将会有 3000 万吨左右熟料产能新点火，涉及区域相对集中在西南和华东，合计约占全国新点火的 70%，尤其是西南地区，将出现产能净增(跨省置换为主)，新增熟料产能规模超过 1000 万吨；华东主要为省内有效产能置换，产能净增较少。

新疆、青海全面取消 32.5 等级水泥，走在全国前列

2019 年 10 月起，取消复合硅酸盐水泥 32.5R 强度等级；此前 2015 年 12 月起，取消复合硅酸盐 32.5 强度等级。2018 年 10 月，国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会批准 GB175-2007《硅酸盐通用水泥》3 号修改单，现已发布，复合硅酸盐水泥 32.5 强度

等级（PC32.5R）将取消，修改后将保留 42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个强度等级，将于 2019 年 10 月 1 日起实施。修改单保留了矿渣、火山灰质、粉煤灰硅酸盐水泥 32.5 等级。

图 19: 通用硅酸盐水泥国家标准第 3 号修改单

GB 175—2007

GB 175—2007《通用硅酸盐水泥》
国家标准第 3 号修改单

1. 在 GB 175—2007 的第 2 号修改单的基础上,6.4 条更改为:

“6.4 复合硅酸盐水泥的强度等级分为 42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个等级。”

2. 表 3 更改为新表:

不同品种不同强度等级的通用硅酸盐水泥,其不同龄期的强度应符合表 3 的规定。

表 3

单位为兆帕

品 种	强度等级	抗压强度		抗折强度	
		3 d	28 d	3 d	28 d
硅酸盐水泥	42.5	≥17.0	≥42.5	≥3.5	≥6.5
	42.5R	≥22.0		≥4.0	
	52.5	≥23.0	≥52.5	≥4.0	≥7.0
	52.5R	≥27.0		≥5.0	
	62.5	≥28.0	≥62.5	≥5.0	≥8.0
	62.5R	≥32.0		≥5.5	
普通硅酸盐水泥	42.5	≥17.0	≥42.5	≥3.5	≥6.5
	42.5R	≥22.0		≥4.0	
	52.5	≥23.0	≥52.5	≥4.0	≥7.0
	52.5R	≥27.0		≥5.0	
矿渣硅酸盐水泥 火山灰质硅酸盐水泥 粉煤灰硅酸盐水泥	32.5	≥10.0	≥32.5	≥2.5	≥5.5
	32.5R	≥15.0		≥3.5	
	42.5	≥15.0	≥42.5	≥3.5	≥6.5
	42.5R	≥19.0		≥4.0	
	52.5	≥21.0	≥52.5	≥4.0	≥7.0
	52.5R	≥23.0		≥4.5	
复合硅酸盐水泥	42.5	≥15.0	≥42.5	≥3.5	≥6.5
	42.5R	≥19.0		≥4.0	
	52.5	≥21.0	≥52.5	≥4.0	≥7.0
	52.5R	≥23.0		≥4.5	

资料来源: 国家市场监督管理总局, 长城证券研究所

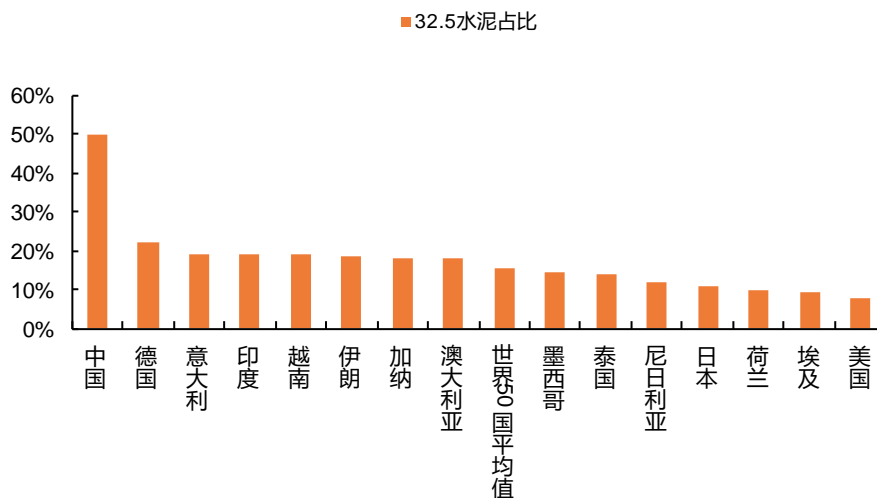
表 6: 通用硅酸盐水泥国家标准组分规定

品种	代号	熟料+石膏	粒化高炉矿渣	火山灰质混合材料	粉煤灰	石灰石
硅酸盐水泥	P·I	100				
	P·II	≥95	≤5			
普通硅酸盐水泥	P·O	≥80 且 <95		>5 且 ≤20		
矿渣硅酸盐水泥	P·S·A	≥50 且 <80	>20 且 ≤50			
	P·S·B	≥30 且 <50	>50 且 ≤70			
火山灰质硅酸盐水泥	P·P	≥60 且 <80		>20 且 ≤40		
粉煤灰硅酸盐水泥	P·F	≥60 且 <80			>20 且 ≤40	
复合硅酸盐水泥	P·C	≥50 且 <80		>20 且 ≤50		

资料来源: 国家市场监督管理总局, 长城证券研究所

中国 32.5 等级水泥占比约 50%，明显高于海外水平；德国 32.5 等级水泥用量占比从 2000 年的 60.1% 下降到了 2012 年的 25%，呈快速下降态势。2016 年德国 32.5 水泥的用量占比为 22.1%，美国为 8.0%，日本为 11.0%，澳大利亚为 18.0%，意大利为 19.0%，荷兰为 10.0%，墨西哥为 14.5%，伊朗为 18.5%，泰国为 14.1%，印度为 19.0%，越南为 19.0%，埃及为 9.1%，尼日利亚为 12.0%，加纳为 18.2%，……。全世界 50 个主要水泥生产国家和地区 32.5 水泥的用量占比平均为 15.6%。以德国为例，其 32.5 水泥用量占比从 2000 年的 60.1% 下降到了 2012 年的 25%；同期 42.5 水泥用量占比则相应地由 33.3% 上升到 60%，52.5 水泥的由 6.6% 上升到 15%。

图 20: 国内国际 32.5 水泥占比情况



资料来源: 《国际 32.5 水泥的技术现状与发展趋势》，长城证券研究所

32.5 等级水泥多为中小企业生产，提高水泥强度等级能确保工程质量，提高龙头公司市场占有率。32.5 复合水泥中掺加的混合材成分比较复杂，既包括矿渣、火山灰、粉煤灰等，也包括石英砂、石灰石等非活性材料，且多为中小企业生产，掺入的很多混合材都没有严格执行国家标准，实际也很难执行质量监督等工作，所以会导致水泥成品质量难以保证，给建筑与基建带来巨大的安全隐患。生产 42.5 及以上等级水泥可提高混凝土质量，延长使用寿命，确保工程建设质量。

P.C42.5 比 P.C32.5 的熟料消耗量要高，有望提升熟料需求。P.C32.5 中熟料占比为 50~60%，P.C42.5 要提升到 60~80%。

目前多数企业将 M32.5（砌筑 32.5 等级水泥）、P.C42.5 作为 P.C32.5 的替代品。据不完全统计，多数水泥企业选择了 M32.5 作为替代产品来应对 P.C32.5 水泥退出后遗留的市场需求，也有海螺、塔牌、中联等考虑同时生产 P.C42.5 作为 32.5R 水泥替代品的 M32.5 水泥等已经进入实际销售期，为 P.C32.5 的退出做好了准备。

表 7: 主要水泥企业应对取消 PC32.5R 水泥措施

水泥企业	替代产品	产品差异
英德海螺、英德龙山	新增 P·C42.5、M32.5 水泥销售	P·C42.5:强度较 P·C32.5R 水泥要高，使用过程控剑要求高，避免混凝土表面开裂 M32.5:可以广泛用于民用建筑的砌筑和抹面砂浆、垫层混凝土等
礼泉海螺	P·P32.5R(火山灰质硅酸盐水泥)	复合材较 P.C32.5R 水泥改善，适用范围一致
中联水泥河南运营 管理区	建设各企业配套生产 PC42.5 等级水泥，登封中联、卧龙中联分别试产试推 PF32.5 水泥、砌筑水泥	P·F32.5 水泥：粉煤灰硅酸盐水泥，粉煤灰的参加量按质量百分比计为 20%-40%。允许参加不超过混合材总量的 1.3 的粒化高炉矿渣。
湖南隆回南方水泥 塔牌水泥	改售 M32.5 砌筑水泥 已有 P·P32.5R(火山灰质硅酸盐水泥)基础上，逐步推出 M32.5(砌筑水泥)及 P·C42.5(复合硅酸盐水泥)	执行高于 GB/T3183-2017《砌筑水泥》标准 P·P32.5R(火山灰质硅酸盐水泥)：市场适用范围与现有塔牌 P·C32.5R 水泥保持一致 M32.5(砌筑水泥)：塔牌产品内控标准要求，生产 M32.5(砌筑水泥)所使用的熟料、石膏、混合材品种与现有塔牌 P·C32.5R 水泥保持一致
红狮集团 华润水泥 金隅冀东 普洱昆钢嘉华	改售 M32.5 砌筑水泥 改售 M32.5 砌筑水泥 全部转换为 M32.5 改售 M32.5 砌筑水泥	生产 M32.5 所使用的熟料、石膏、混合材品种与同品牌原 PC32.5R 水泥一致 生产使用的熟料、石膏、混合材品种与 P·C32.5R 水泥保持一致 执行 GB/T3183-2017《砌筑水泥》标准，保留 32.5 强度特点 优于国家标准的内控标准，所生产的 M32.5 砌筑水泥在熟料、石膏、混合材品种与 P·C32.5R 水泥保持一致，强度性能相当，适用于砌筑、抹面砂浆和垫层混凝土
陕西声威集团	全部转换为 M32.5	

资料来源：中国水泥网，长城证券研究所

新疆、青海全面取消 32.5 等级水泥。1) 2017 年 5 月 1 日起，新疆取消全部 32.5 等级水泥。为贯彻落实国办发〔2016〕34 号文件精神，新疆维吾尔自治区人民政府办公厅下发《关于转发新疆水泥行业稳增长调结构增效益实施方案的通知》（新政办发〔2016〕159 号），规定于 2017 年 5 月 1 日起取消全部 32.5 等级水泥，对减少低强度水泥用量，提高水泥产品质量和化解新疆水泥行业产能过剩起到了积极作用。2) 2020 年 1 月 31 日起，青海省全面取消 32.5 强度水泥。2020 年 2 月 4 日，青海省住房和城乡建设厅发布《关于做好严禁使用 32.5 强度水泥工作的通知》，要求尽快组织进行一次全面摸排检查，将严禁使用 32.5 强度水泥工作作为施工现场巡查、检查中的一项重要内容，对仍然使用 32.5 强度水泥的施工企业批评教育限期整改，对我行我素，限期拒不整改的依法依规予以处罚。要指定专人负责，设立联系人和举报电话，确保本辖区所有建筑施工企业全部严禁使用 32.5 强度水泥。根据青海省工业和信息化厅等四部门《关于全面取消 32.5 强度水泥的通知》（青工信原〔2019〕363 号）要求，决定自 2020 年 1 月 31 日起，青海省全面禁止生产、销售、运输、使用 32.5 强度水泥。

错峰生产在不降低熟料产能的情况下，降低水泥供给，提升行业景气度

从 2014 年起，水泥错峰区域范围不断延伸，从采暖季向非采暖季扩充。1) 2014~2015 年冬季，新疆、东三省试点水泥错峰。新疆所有生产水泥熟料的企业（用电石渣生产水泥熟料企业除外），2014 年 11 月 1 日至 2015 年 3 月 1 日全部停窑，停止熟料煅烧。辽宁、吉林、黑龙江三省的水泥企业，自 2014 年 12 月 1 日起将实行水泥错峰生产，103 条水泥熟料生产线、共 4000 万吨产能统一停窑，持续至明年一季度结束。这一消息是由中国水

泥协会和黑龙江、吉林、辽宁三省水泥协会共同在辽宁沈阳宣布的。**2) 2015~2016 年冬季, 北方 15 省采暖地区开始水泥错峰。**2015 年 8 月 26 日, 中国水泥协会联合地方协会向国家工信部提交了《关于 2015 年北方 15 省市自治区水泥企业冬季错峰停窑总体方案》, 详细提出了错峰停窑的指导思想、工作原则、环境及经济效益预测评估、实施步骤、以及错峰停窑的常态化政策建议。2015 年 11 月 13 日, 国家工信部、环保部联合下发《关于在北方采暖地区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》(工信部联原函【2015】542 号), 《通知》的出台为错峰生产提供了有效的政策支持, 标志着错峰生产工作在政府部门的指导下全面展开。**3) 2016 年 7 月, 山东夏季主动停窑 20 天。**2016 年 7 月 18 日, 随着山东省经济和信息化委员会与山东省环境保护厅联合发布《关于化解过剩产能提升大气质量实施水泥行业夏季错峰生产的通知》文件, 山东省水泥企业的夏季错峰生产正式拉开帷幕。**4) 2016~2020 年水泥错峰生产常态化。**2016 年 10 月 25 日, 国家工信部、国家环保部下发《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》(下称《通知》), 就落实国办发 34 号文件精神, 做好 2016 年至 2020 年期间水泥错峰生产提出具体要求, 为今后 5 年错峰生产工作常态化奠定了基础。**5) 水泥错峰生产在全国范围内全面实施。**2017 年 5 月 16 日, 经济日报报道, 中国水泥协会常务副会长孔祥忠表示, “中国水泥协会恳请工业和信息化部会同相关单位, 在 9 月份前联合下发《关于做好全国水泥错峰生产工作的通知》文件, 使水泥错峰生产在全国范围内全面实施。”

表 8: 全国水泥错峰政策

时间	政策名称	主要内容
2014/3	2014 年春天全国两会	政协新闻出版界部分委员联名提出了“水泥错峰生产”的提案。提出为治理雾霾与化解产能过剩, 建议对黑、吉、辽、冀、内蒙古等北方五省区, 实行在冬季采暖期水泥生产统一停窑、在春季采暖结束后开窑生产的运行机制。当年 12 月 1 日起, 东北三省水泥企业统一开始水泥错峰生产。
2015/8	《关于 2015 年北方 15 省市自治区水泥企业冬季错峰停窑总体方案》	中国水泥协会联合地方协会向国家工信部提交了《关于 2015 年北方 15 省市自治区水泥企业冬季错峰停窑总体方案》, 详细提出了错峰停窑的指导思想、工作原则、环境及经济效益预测评估、实施步骤、以及错峰停窑的常态化政策建议。
2015/11	《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》	在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产, 但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。 错峰生产的时间安排: 北京、天津、河北、山西、内蒙古自 2015 年 11 月 15 日至 2016 年 3 月 15 日; 辽宁、吉林、黑龙江、新疆自 2015 年 11 月 15 日至 2016 年 3 月 31 日; 陕西、甘肃、青海、宁夏自 2015 年 12 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日; 山东自 2016 年 1 月 1 日至 2 月 29 日; 河南自 2016 年 1 月 15 日至 3 月 15 日。各地可根据本地区实际确定错峰生产时间是否提前或延迟。
2016/5	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料(含利用电石渣)错峰生产, 缩短水泥熟料装置运转时间, 压减采暖地区熟料产能, 同时有效避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加, 减轻采暖期大气污染。其他地区水泥熟料装置在春节期间和酷暑伏天也应错峰生产。对不宜临时停产的平板玻璃生产线, 倡导通过行业自律按一定比例降低负荷、合理限产。
2016/10	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	2016 年 10 月 25 日, 国家工信部、国家环保部下发《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》, 就落实国办发 34 号文件精神, 做好 2016 年至 2020 年期间水泥错峰生产提出具体要求, 为今后 5 年错峰生产工作常态化奠定了基础。
2017/5	《关于做好全国水泥错峰生产工作的通知》	2017 年 5 月 16 日, 经济日报报道, 中国水泥协会常务副会长孔祥忠表示, “中国水泥协会恳请工业和信息化部会同相关单位, 在 9 月份前联合下发《关于做好全国水泥错峰生产工作的通知》文件, 使水泥错峰生产在全国范围内全面实施。”
2017/11	《关于“2+26”城市部分工业行业 2017—2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业(含特种水泥, 不含粉磨站)采暖季按照《工业和信息化部 环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》(工信部联原〔2016〕351 号)有关规定实施错峰生产。承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的, 可不全面实施错峰生产, 但应根据承担任务量核定最大允许生产负荷, 报地市级人民政府备案并在门户网站上公告。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。
2018/6	《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	2018 年 6 月 27 日, 国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》, 重点区域实施秋冬季重点行业错峰生产, 要将错峰生产方案细化到企业生产线、工序和设备, 载入排污许可证。企业未按期完成治理改造任务的, 一并纳入当地错峰生产方案, 实施停产。属于《产业结构调整指导目录》限制类的, 要提高错峰限产比例或实施停产。
2018/10	《重点区域建材工业 2018-2020 年秋冬季开展错峰生产的通知》	为了贯彻“打赢蓝天保卫战精神”, 北方(京津冀晋鲁豫)水泥窑炉按照 2016 年工信部发《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》执行 11 月 1 日起-3 月 15 日的采暖季错峰计划执

峰生产的通知（征求意见稿）》

行。而文中首次提及江浙沪皖等非采暖区域要执行《水泥工业大气污染物排放标准》，并结合实际情况执行春节、夏季、雨季限产，这是官方文件中首次明确定义南方地区的春季、夏季和雨季限产。同时文件中明确指出，不搞一刀切，要根据企业自身条件、所属区域实际情况进行有效调整。

2020/1 认真开展水泥错峰生产 坚决打好污染防治攻坚战

近日山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、宁夏、新疆、河北、湖北、浙江等地陆续发布了 2019-2020 年采暖季水泥行业错峰生产方案，避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染

资料来源：工信部、国务院等，长城证券研究所

表 9: 2019~2020 年度部分地方水泥错峰政策

省市	水泥错峰政策
贵州	全省水泥企业 85 条硅酸盐水泥熟料生产线均实行错峰生产，限制生产时间。其余 4 条生产线属于特种水泥产品，不参与错峰生产。原则上省内所有水泥熟料生产线在冬春季和高温、雨季开展错峰生产，每天水泥熟料生产线全年累计错峰生产不少于 100 天。（具体错峰时间安排为：一季度错峰 45 天/条；二季度、三季度错峰 20 天/条；四季度错峰 15 天/条）。
河北秦 皇岛	管控时限：2019 年 12 月 1 日 0 时至 12 月 31 日 24 时。 (1)完成超低排放改造且通过市生态环境局验收的金隅冀东唐山分公司、金隅冀东滦州公司、启新水泥、三友水泥、弘泰水泥和燕东水泥不限产。 (2)采暖保供的飞龙水泥、圣龙水泥、六九水泥维持 60% 生产负荷生产。 (3)承担处置污泥和生活垃圾的耀东水泥、磬石水泥、燕南水泥按照实际处置量保持最低负荷生产。 (4)其他水泥企业，限产比例不低于 50%。
河北唐 山市	管控时限：2019 年 10 月 10 日 0 时至 10 月 31 日 24 时。 管控原则： (一)本次管控区域不包括芦台经济开发区、汉沽管理区和国际旅游岛。 (二)各县（市、区）[含开发区（管理区），下同]要将涉及行业的所有企业纳入限停产清单，要明确到具体企业、具体装备、具体时间段和限产产量，每家企业明确监管单位、责任领导和监管人员。其他管控措施要逐一细化分解工作任务，明确责任部门和责任人员。 3.水泥熟料行业。单条回转窑的允许连续生产 11 天；2 条及以上回转窑的限产比例不低于 50%。承担处置污泥和生活垃圾的企业按照实际处置量保持最低负荷生产。
河南	因重污染天气频繁预警，10 月 18 日-11 月 18 日，全省水泥行业水泥窑和水泥磨全部停止运行 15-20 天，因无法生产水泥造成市场短缺，各企业水泥运输车辆挤压严重，增加了尾气排放污染。同时外省水泥长途跋涉进入河南市场，同样造成了污染和浪费。11 月 19 日零时，全省再度启动重污染天气橙色预警（II 级），因全省水泥行业在前期频繁预警期间停产，已经没有任何库存，再度停产必将引起巨大市场动荡。基于以上情况，为规避以上各种风险的出现，同时考虑全行业水泥磨机全部都是密闭生产，不会造成粉尘污染，我会建议在重污染天气橙色（II 级）及以下预警期间，允许全省水泥行业水泥磨机生产运行。
河南郑 州市	水泥行业要在 2019 年 11 月 1 日至 12 月 31 日，以及 2020 年 2 月 1 日至 3 月 31 日停窑。
黑龙江	2019 年 10 月 20 日至 2020 年 4 月 20 日在黑龙江全省所有水泥熟料生产企业（含利用电石渣生产熟料的企业）全面实行错峰生产，其中承担协同处置城市生活垃圾及有害废弃物等任务的生产线上可以不进行错峰生产，应当适当降低水泥生产负荷。
湖北	主要水泥生产线 2020 年停窑计划 60 天，协同处置生产线停窑计划 30、45 天
湖南	湖南省大气污染防治特护期（第四季度）水泥企业错峰生产计划：文件中湖南省水泥企业共 55 家，熟料生产线共 70 条，其中 5 条生产线不参与错峰，其余熟料线四季度停窑时间为 20 天左右。 大气污染防治特护期（2020 年第一季度），各新型干法水泥熟料生产企业按照错峰停窑不少于 40 天（重点区域长株潭及岳阳、常德、益阳和衡阳市的企业不少于 45 天执行），承担生活垃圾协同处置任务的熟料生产线减半执行
江苏	春节期间(1 月 1 日~3 月 31 日)停窑 30 天 梅雨高温季节(6 月 1 日~9 月 30 日)停窑 20 天 年末(10 月 1 日~12 月 31 日)停窑 10 天
江苏	我省境内涉及熟料生产的 23 家企业、39 条生产线，年熟料产能大约 5500 万吨。全年停窑总天数为 60 天，其中春节期间(1 月 1 日~3 月 31 日)停窑 30 天，梅雨高温季节(6 月 1 日~9 月 30 日)停窑 20 天，年末(10 月 1 日~12 月 31 日)停窑 10 天。
辽宁省	辽宁省工业和信息化厅、生态环境厅联合下发关于《辽宁省 2019 年-2020 年采暖期水泥错峰生产安排的通知(辽工信建材【2019】141 号)》文件要求，2019 年 11 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日，省内所有水泥熟料生产线实施错峰生产。其中大连地区停窑错峰时间自 11 月 5 日至 2020 年 4 月 5 日。
内蒙古	我区境内的所有水泥熟料生产企业（包括利用电石渣生产水泥熟料企业）自 2019 年 11 月 15 日~2020 年 3 月 15 日，全面实行错峰生产。其中，电石渣水泥企业仅适用于中西部地区，包括呼和浩特市、包头市、乌兰察布市、鄂尔多斯市、巴彦淖尔市、乌海市、阿拉善盟

宁夏 水泥行业全部参与错峰生产，2019年12月1日—2020年3月10日

山东 重点范围是济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市7个通道城市的建材、焦化、氧化铝电解铝、碳素、铜冶炼、石油化工、制煤氮肥、钢铁，以及涉及VOCs排放的医药、农药行业企业。建材行业主要包括水泥、陶瓷、耐火材料、砖瓦、玻璃、岩棉等行业企业。错峰生产实施时间原则为2019年11月15日至2020年3月15日。

山东济南市 错峰生产实施时间原则上为2019年12月1日至2020年3月15日。

山东枣庄市 全市水泥（含粉磨站）、砖瓦等行业错峰生产时间为2019年11月15日至2020年3月15日；人造石英石、表面涂装（含汽修、家具制造）、包装印刷等行业错峰生产时间为2019年9月10日至2019年10月31日。

山西临汾市 实施时间：2019年10月1日—2020年3月31日

I类：同时满足以下3个条件的，2019年12月1日至2020年2月29日停产。
 (1)完成超低排放改造，水泥窑烟气颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别在基准氧含量10%的条件下不高于10、50、150mg/m3的标准；
 (2)完成标准化车辆冲洗平台建设并正常使用，运输使用国五及以上（含燃气）标准的车辆并严密封闭。
 (3)按要求完成在线监测设施的更新改造和联网传输。
 II类：达不到I类条件的，全部停产。

山西长治市 2019年10月1日00时至2020年3月31日24时。4、水泥行业。水泥企业完成无组织治理和特别排放限值改造的限产50%，未完成的停产整治。

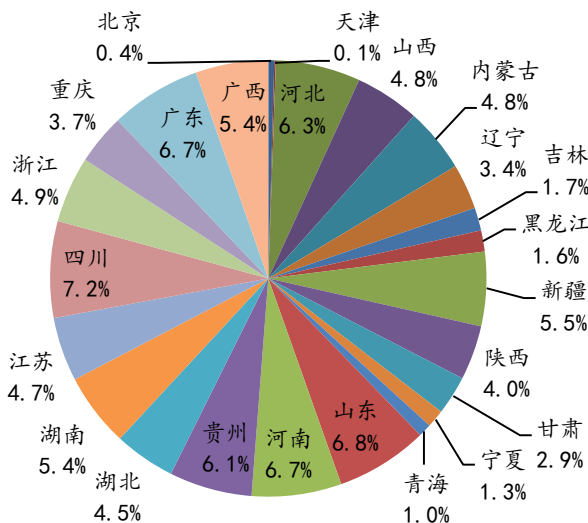
四川省成都市 6月至8月，对水泥企业生产线实行错峰停窑，NOx排放浓度在50-100mg/m3之间的水泥企业错峰生产时间不低于30天；在100-150mg/m3之间的水泥企业错峰生产时间不低于35天；高于150mg/m3的水泥企业错峰生产时间不低于40天。

浙江 根据2018年及2019年错峰生产实施情况，决定2020年每条生产线错峰停窑时间为65天，分三个时段，即：春节、高温梅雨、四季度。其中：春节期间（1.1~3.31）停窑35天，梅雨高温季节（6.1~8.31）停窑20天，四季度（10.1~12.31）停窑10天。集团、企业内部停产时间可统一安排，但平均每条窑停窑时间不得少于65天（2019年全年未运转且2020年继续一直停窑的生产线不得用于冲抵其它生产线的65天停窑）。单窑企业根据企业情况，在错峰生产规定的时间内可分二次时段进行限产。

资料来源：各地生态环境厅、工信厅等，长城证券研究所

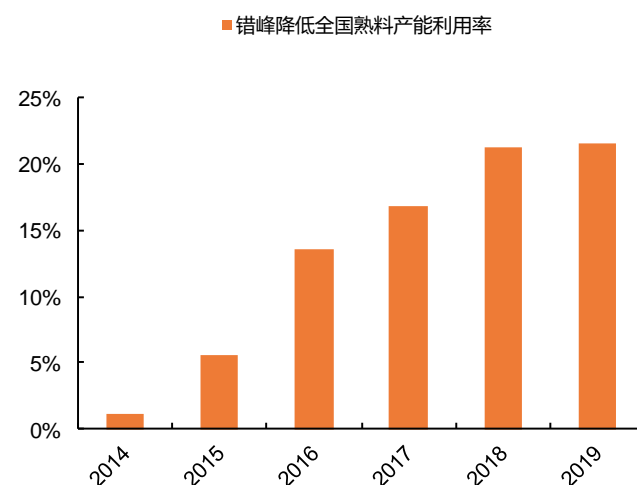
根据各省熟料产能占比以及错峰时间，测算2014-2019年错峰降低全国熟料产能利用率1.2%、5.6%、13.6%、16.9%、21.2%、21.6%。

图 21: 各省熟料产能占比



资料来源：Wind，长城证券研究所

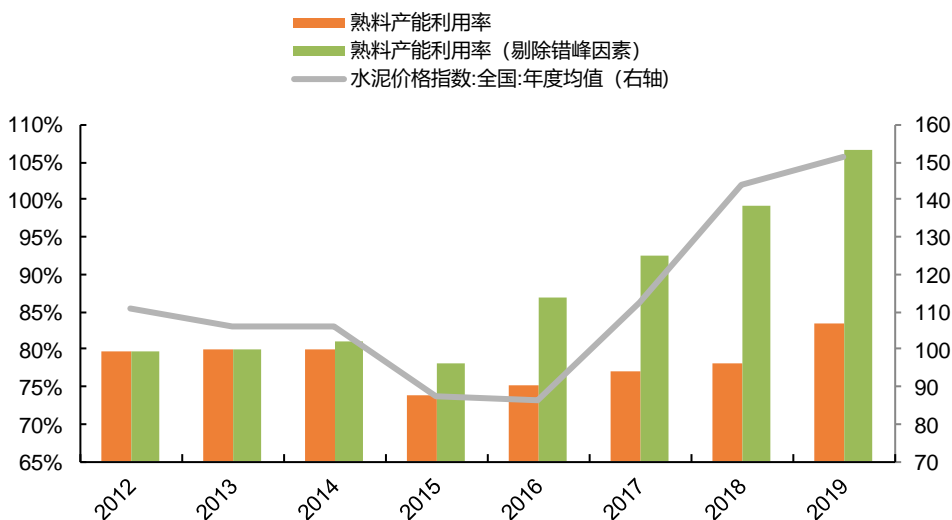
图 22: 错峰降低全国熟料产能利用率测算



资料来源：Wind，长城证券研究所

错峰生产在不降低熟料产能的情况下，降低水泥供给，提升行业景气度。剔除由于错峰导致的熟料产能无效时段后，2019年的熟料产能利用率较2015年提升28.4个百分点，行业景气度快速提升。2019年水泥价格指数均值较2015年多72.7%。

图 23: 熟料产能利用率与水泥价格指数



注: 熟料产能利用率采用熟料产量/年末熟料设计产能计算

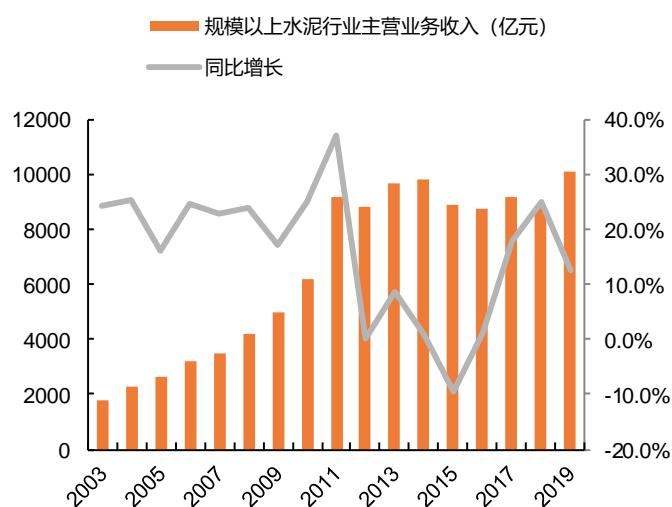
资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.3 行业盈利: 水泥价格企稳回升, 原材料价格弱势, 支持行业盈利增长

产量增长基本稳定, 水泥、煤炭价格成为影响行业盈利的主要因素

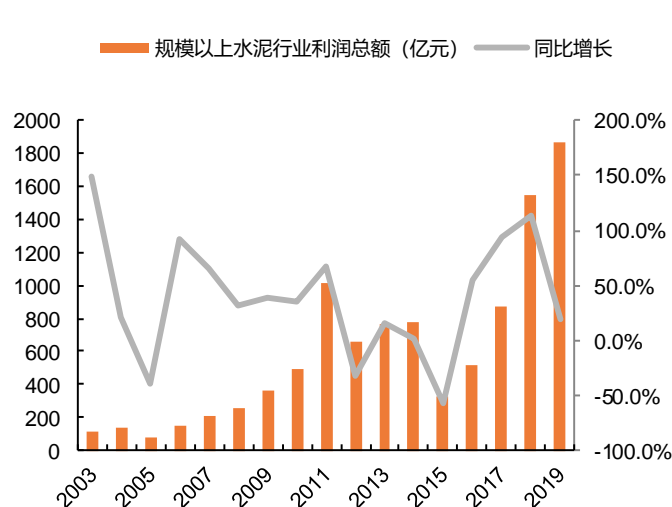
2019年规模以上水泥行业主营业务收入、利润总额分别达到10100、1867亿元, 分别同比增长12.5%、19.6%。

图 24: 规模以上水泥行业主营业务收入



资料来源: Wind, 长城证券研究所

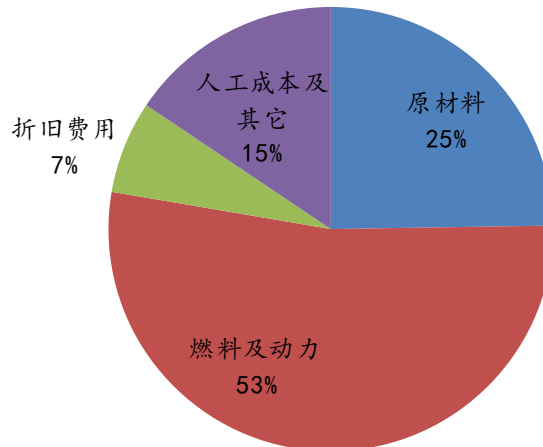
图 25: 规模以上水泥行业利润总额



资料来源: Wind, 长城证券研究所

煤炭、电力成本是熟料生产成本的主要组成部分，占一半以上。2019 年海螺水泥熟料成本结构中，燃料及动力、原材料、人工成本及其他、折旧分别占 53%、25%、15%、7%。按照 1 吨熟料消耗 100 千瓦时电力、0.15 吨 5000 大卡煤炭、1.25 吨石灰石测算，预计生产成本结构为：煤炭、电力、石灰石、其他原材料、折旧、人工及其他各占 32%、19%、16%、9%、10%、14%。

图 26: 海螺水泥 2019 年熟料成本结构



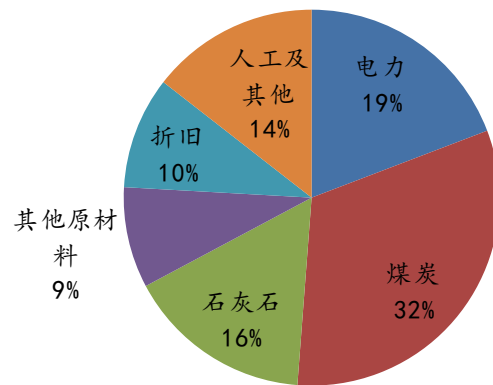
资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 10: 熟料生产成本测算表

1t 熟料生产成本测算	单位消耗 (kWh、t)	单价 (元 /kWh、元 /t)	不含税成本 (元)	说明
电力	100	0.45	39.8	
煤炭	0.15	500	66.4	5000 大卡
石灰石	1.25	30	33.2	
其他原材料			18.0	
折旧			20.0	
人工及其他			30.0	
合计			207.4	

资料来源：Wind，长城证券研究所

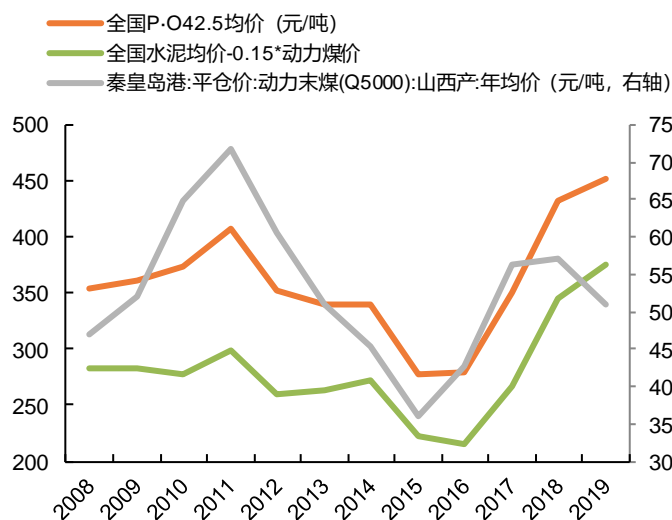
图 27: 熟料生产成本测算结构



资料来源：Wind，长城证券研究所

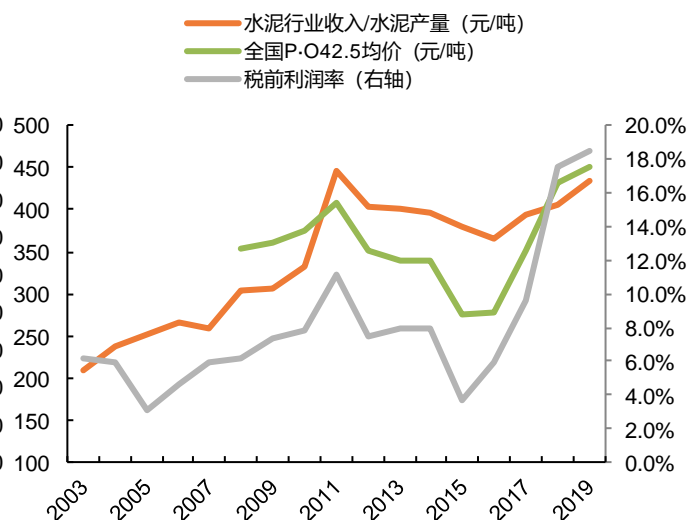
水泥产量增长基本稳定，水泥、煤炭价格成为影响近期行业盈利的主要因素。2015~2019 年，全国水泥产量平均增速为 1.3%，基本趋于稳定。煤炭、电力成本是熟料成本中最主要的组成部分，煤炭占成本的 30% 以上。历年煤价波动较大，电价相对稳定。从历史数据上来看，水泥、煤炭价差（全国水泥均价-0.15*5000 大卡动力煤价）走势和水泥价格相关性较强；水泥行业税前利润率也和水泥价格相关性较强。

表 11: 水泥、煤炭价差



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 28: 行业税前利润率和水泥价格相关性较高



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2020 年前 5 个月动力煤均价同比下降 12.7%，而水泥价格指数均价同比增长 2.5%。截止 5 月 22 日，秦皇岛动力末煤(Q5500)平仓价 538.0 元/吨，周环比上升 10.7%，月环比上升 14.0%，同比下降 12.1%。而截止 5 月 22 日，全国水泥价格指数 148.4 元/吨，周环比上升 0.5%，月环比上升 1.8%，同比下降 1.4%。

图 29: 秦皇岛动力煤价格

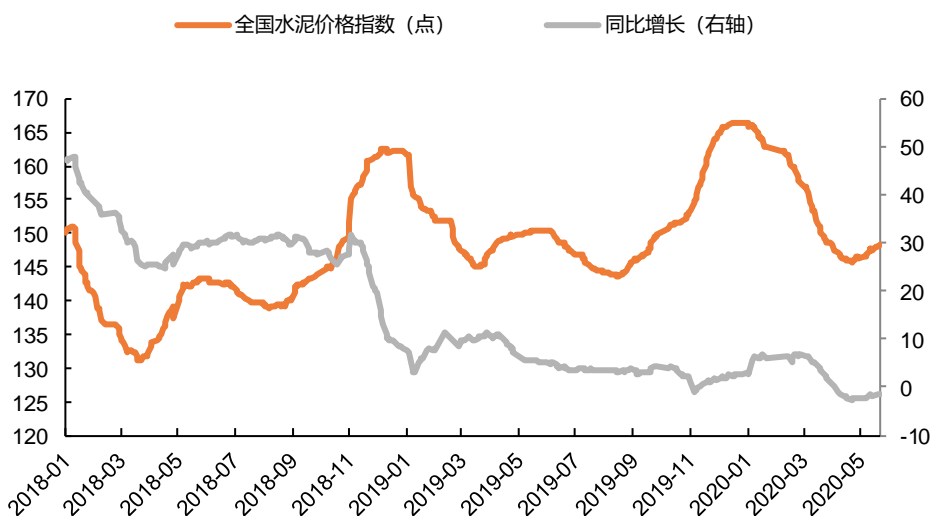


资料来源: Wind, 长城证券研究所

4 月下旬至今，全国水泥价格企稳回升

4 月 24 日，全国水泥价格指数达到阶段性低点，此后至今持续上升。截止 5 月 22 日，全国水泥价格指数 148.4 点，周环比上升 0.5%，月环比上升 1.8%，同比下降 1.4%。

图 30: 全国水泥价格指数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

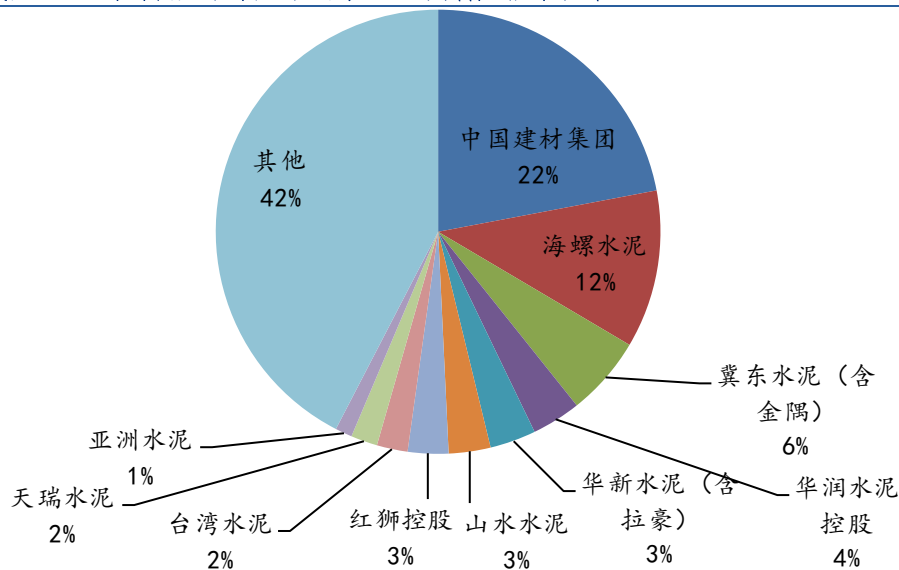
熟料开工率维持高位、混凝土产能利用率上升，熟料库容比下降，支撑后续水泥价格。 1) **熟料开工率**：截至 5 月 22 日，据百年建筑网所调研水泥熟料企业开工率和产能利用率情况显示，全国水泥熟料企业开工率 94.89%，较上周下降 1.82%；熟料线运转率 86.75%，较上周下降 0.43%；水泥熟料产能利用率 84.17%，较上周上升 0.21%。 2) **熟料库容比**：截至 5 月 28 日，据百年建筑网所调研水泥厂熟料库容比显示，全国平均熟料库容比为 52.58%，较上周上升 0.86%，较去年同期下降 10.72%。 3) **混凝土产能利用率**：截至 5 月 27 日，据百年建筑网所调研混凝土样本企业显示，平均产能利用率为 28.24%，上周 27.67%，较上周上升 0.57%。

2.4 竞争格局：行业集中度稳中有增

熟料产能 CR10 达到 58%，行业集中度稳中有增

截止 2019 年年底，国内水泥熟料产能 CR10、CR50 分别达到 58%、76%。截止到 2019 年年底，中国(不含港澳台)前 50 家大企业集团的 水泥熟料设计产能共计 13.8 亿吨，占全国总产能的 76%。其中，前 10 家大企业集团的 水泥熟料产能占全国总产能的 58%，比上一年提高一个百分点。

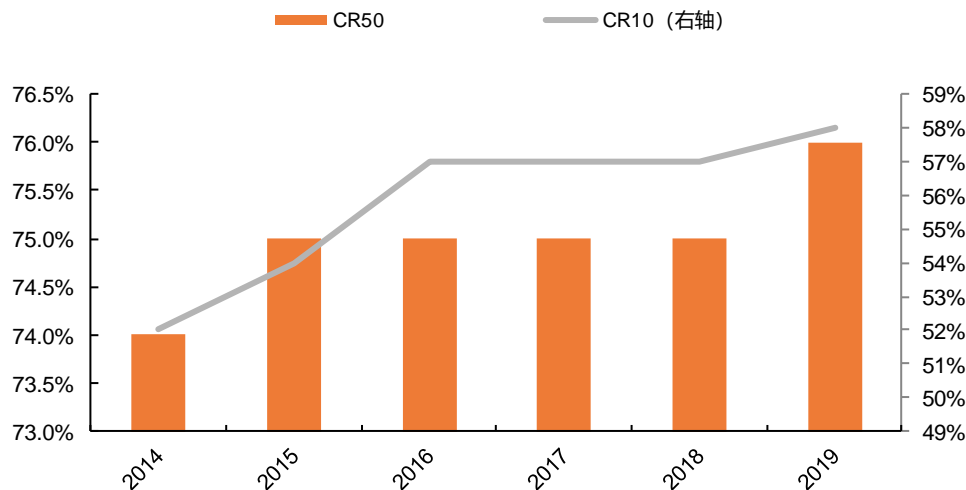
图 31: 截止 2019 年年底, 国内主要水泥企业熟料产能市占率



资料来源: 中国水泥协会, 长城证券研究所

历年行业集中度稳中有增。从 2014 年到 2019 年, 水泥熟料集中度 CR10 从 52% 上升到 58%; CR50 从 74% 上升到 76%。

图 32: 历年水泥熟料行业集中度情况



资料来源: 中国水泥协会, 长城证券研究所

运输不经济、保质期短, 水泥行业区域性较强

由于水泥运输不经济 (公路 200 公里、铁路 500 公里)、保质期短 (1 个月左右), 水泥行业区域性较强。水泥产品资源消耗量大, 是一种低附加值的基础原材料, 具有量重价轻和储存时间较短等特点。在生产上, 石灰石是水泥生产消耗量最大的原材料, 1 吨水泥熟料约需消耗石灰石 1.21 吨, 由于石灰石价值较低、运输不经济, 故水泥企业生产布局很大程度上受石灰石资源分布的制约。在销售上, 水泥产品由于货运成本等因素影响, 有很严格的运输半径, 一般公路运输半径约为 200 公里、铁路约 500 公里, 且由于仓储

时间不宜过长，销售很大程度上受到运输条件及运距的制约，因而呈现出以本地销售为主的特征。综上，产销两方面的因素使得水泥行业具有很强的区域性特征。

由于各区域竞争格局不同、需求增速不同、环保错峰实施力度不同，水泥价格走势出现分化；不同区域历年涨幅差达到 12%~26%。2015 年西北区域水泥均价跌幅最小(-9.1%)、长江区域跌幅最大(-23.3%)；2016 年西北区域涨幅最大(+4.3%)、东北区域跌幅最大(-7.6%)；2017 年华东区域涨幅最大(+37.3%)、东北区域涨幅最小(+16.6%)；2018 年长江区域涨幅最大(+38.6%)、华北区域涨幅最小(+12.2%)；2019 年中南区域涨幅最大(+7.6%)、东北区域跌幅最大(-6.0%)。

表 12: 各区域水泥价格指数年均值同比增长

	全国	长江	东北	华北	华东	西北	西南	中南
2015	-17.4%	-23.3%	-12.0%	-12.7%	-21.8%	-9.1%	-13.6%	-16.3%
2016	-1.7%	0.4%	-7.6%	-6.9%	0.5%	4.3%	-1.0%	-1.7%
2017	30.4%	34.1%	16.6%	33.8%	37.3%	22.4%	22.1%	23.0%
2018	28.4%	38.6%	13.9%	12.2%	35.9%	23.2%	30.0%	29.1%
2019	4.9%	4.3%	-6.0%	7.5%	4.3%	7.3%	4.9%	7.6%

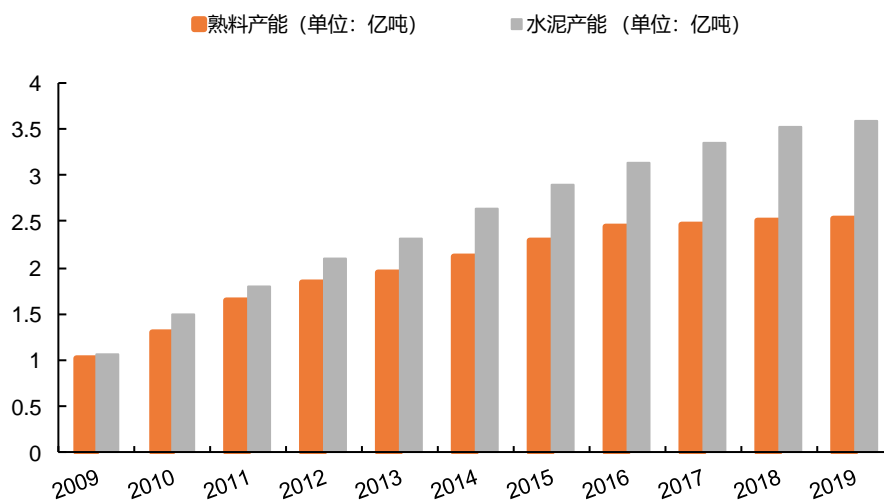
资料来源: Wind, 长城证券研究所

3、公司业务：区位优势显著，业绩表现领先

3.1 公司产能快速扩张，盈利能力明显超过平均水平

截止 2019 年年底，公司熟料、水泥产能达到 2.53、3.59 亿吨，过去 10 年复合增速分别为 9.5%、13.0%，而同期全国熟料复合增速为 6.6%。

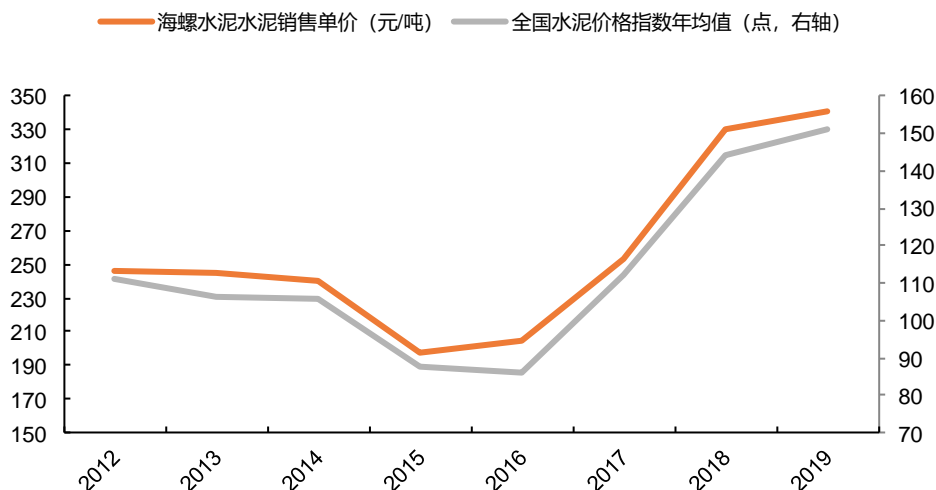
图 33：公司熟料、水泥产能



资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司历年水泥售价走势和涨幅基本和全国水泥价格指数趋同。公司 2012 年~2019 年水泥销售单价和全国水泥价格指数相关系数高达 0.996，前者、后者从 2012 年到 2019 年的涨幅分别为 38.9%、36.3%。

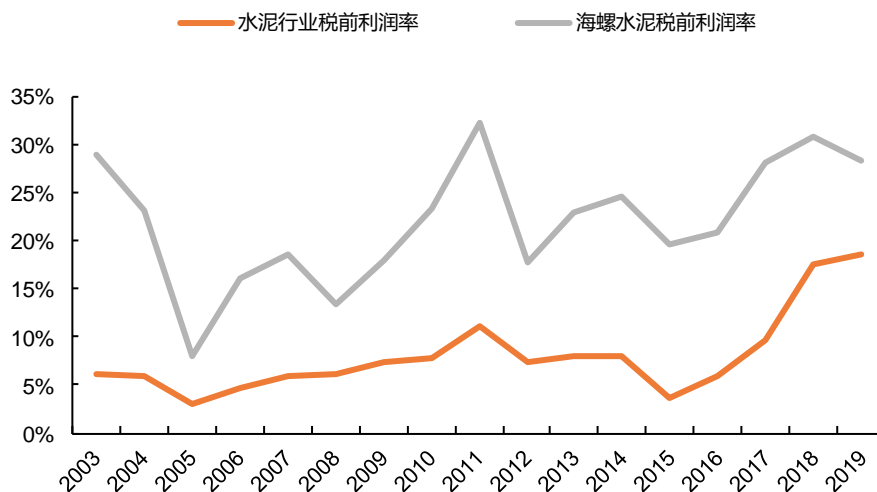
图 34：公司水泥销售单价和全国水泥价格指数



资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司盈利能力明显超过行业平均水平。2003~2019年，公司平均税前利润率高达22.0%，而水泥行业平均水平为8.0%。

图 35：公司税前利润率和行业税前利润率对比



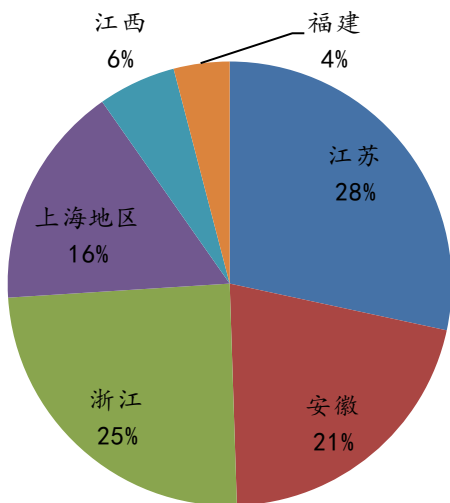
资料来源：公司公告，长城证券研究所

3.2 产能布局得当，区位优势明显

华东起家，辐射全国

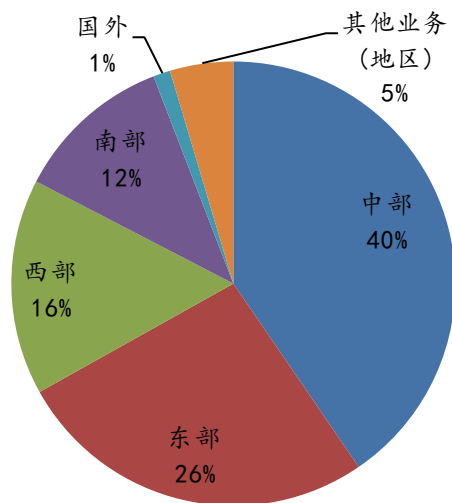
公司在华东区域的安徽起家，2004年、2009年、2010年开始进入中南、西北、西南区域，产能快速增长。海螺集团前身为安徽省宁国水泥厂。“海螺”的名称来源于宁国水泥厂的海螺牌水泥商标，而海螺牌的命名则选自宁国水泥厂石灰石矿山的名称“大海螺”矿和“小海螺”矿。1996年，在宁国水泥厂的基础上，海螺集团成立，总部移至芜湖。1997年，海螺集团以宁国水泥厂、白马山水泥厂为主发起成立安徽海螺水泥股份公司。公司2004年、2009年、2010年开始进入中南、西北、西南区域，产能快速增长。从公司收入结构上来说，2002年，公司收入全部在华东区域（其中，江苏、安徽、浙江、上海分别占28%、21%、25%、16%）；2019年，公司华中、华东、华西、华南收入占比分别达到40%、26%、16%、12%。

图 36: 2002 年公司收入分区域结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

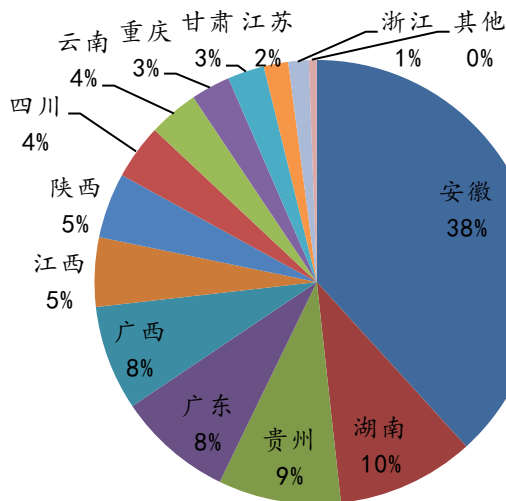
图 37: 2019 年公司收入分区域结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司目前熟料产能形成了立足华东, 辐射全国的格局。截止 2019 年年底, 公司熟料产能结构中, 安徽占 38%, 其他主要省份包括湖南 (10%)、贵州 (9%)、广东 (8%)、广西 (8%)、江西 (5%)、陕西 (5%)、四川 (4%)、云南 (4%) 等。

图 38: 海螺水泥熟料产能结构



资料来源: 中国水泥网, 长城证券研究所

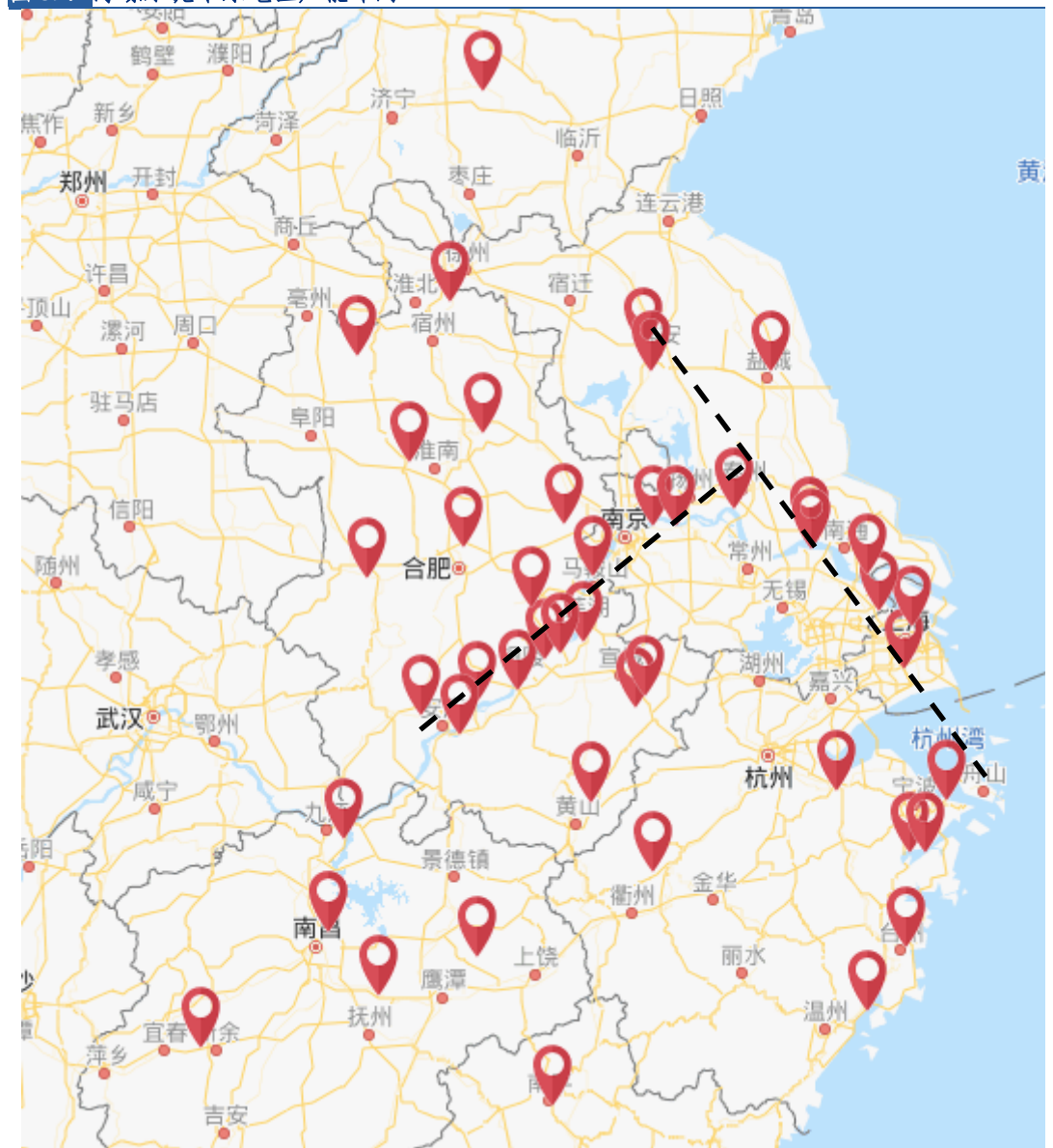
公司在华东长三角区域采用 T 型战略, 巩固区位优势

长江沿岸的安徽省是我国石灰石资源最丰富的省份之一。我国是世界上石灰岩矿资源丰富的国家之一, 除上海、香港、澳门外, 在各省、直辖市、自治区均有分布。保有储量广泛分布于除上海市以外 29 个省、直辖市、自治区, 其中陕西省保有储量 49 亿吨, 为全国之冠; 其余依次为安徽省、广西壮族自治区、四川(含重庆市)省, 各保有储量 34~30 亿吨; 山东、河北、河南、广东、辽宁、湖南、湖北 7 省各保有储量 30~20 亿吨; 黑龙

江、浙江、江苏、贵州、江西、云南、福建、山西、新疆、吉林、内蒙古、青海、甘肃 13 省各保有储量 20~10 亿吨；北京、宁夏、海南、西藏、天津 5 省各保有储量 5~2 亿吨。

海螺水泥采用 T 型发展战略，在长江沿岸石灰石资源丰富的地区兴建、扩建熟料生产基地；在沿海无资源但水泥市场发达的地区低成本收购小水泥厂并改造成水泥粉磨站，就地生产水泥。海螺水泥沿长江安徽段密集布局，这一带石灰石储量极为丰富，且品质优良，在这一地区生产的熟料基地往下游可以运往江苏、上海和浙江，向上游可以运往江西、湖北。海螺依靠在长三角的“T”型发展战略，打破了水泥产品的地域限制，成功的实现了跨地域的大规模扩张，及时抢占了地利先机，占据竞争优势，可以说海螺水泥成功的关键就在于其发展战略。

图 39: 海螺水泥华东地区产能布局



资料来源：公司公告，长城证券研究所

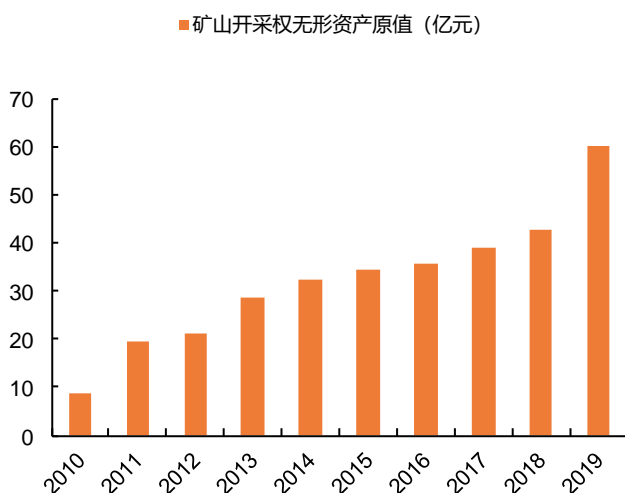
表 13: 公司在华东区域配备码头的子公司

省份	子公司	熟料年产能(万吨)	水泥年产能(万吨)	码头吞吐量(万吨)
安徽省	安徽荻港海螺水泥股份有限公司	750	440	810
安徽省	安徽枞阳海螺水泥股份有限公司	1100	40	1300
安徽省	芜湖海螺水泥有限公司	1500	470	1840
安徽省	马鞍山海螺水泥有限责任公司		380	380
安徽省	淮南海螺水泥有限责任公司		440	500
安徽省	巢湖海螺水泥有限责任公司	540	240	450
江苏省	南通海螺水泥有限责任公司		240	配套建设 2 个 5000 吨级的泊位码头
江苏省	泰州杨湾海螺水泥有限责任公司		540	1000
江苏省	张家港海螺水泥有限公司		320	配备有 5000 吨级、20000 吨级专用码头各一座
江苏省	淮安海螺水泥有限责任公司		165	配套建设 2 个 1000 吨级码头泊位和 2 个 500 吨级码头泊位
江苏省	淮安楚州海螺水泥有限责任公司		440	600
江苏省	扬州海螺水泥有限责任公司		440	1000
浙江省	宁海强蛟海螺水泥有限公司		440	500
浙江省	象山海螺水泥有限责任公司		440	建有 2 个 10000 吨级码头泊位
浙江省	乐清海螺水泥有限责任公司		400	5 万吨专用码头
江西省	江西赣江海螺水泥有限责任公司		400	配套建设 1000 级吨专用码头
江西省	江西庐山海螺水泥有限公司		290	配套建设 2000 吨兼顾 5000 吨级专用码头

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

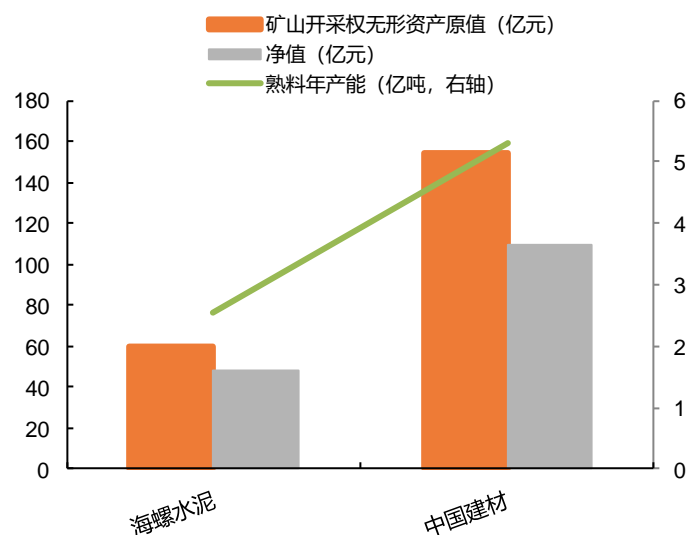
矿山资源属性日益凸显; 公司石灰石矿山资源丰富, 能满足熟料生产需求。2019 年年底, 公司矿山开采权原值达到 60.2 亿元, 过去 10 年复合增速 27.2%; 同期熟料产能复合增速 9.5%。矿山开采权增长较快, 一方面是因为公司持续增加对矿山资源的投入, 另一方面也是因为矿山成本处于快速增长的过程中。对比中国建材、海螺水泥的矿山布局, 中国建材的熟料产能是海螺水泥的 2.1 倍, 2019 年年末矿山资产原值是海螺水泥的 2.6 倍, 净值是海螺水泥的 2.3 倍。

图 40: 公司矿山开采权无形资产原值



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 41: 海螺水泥、中国建材

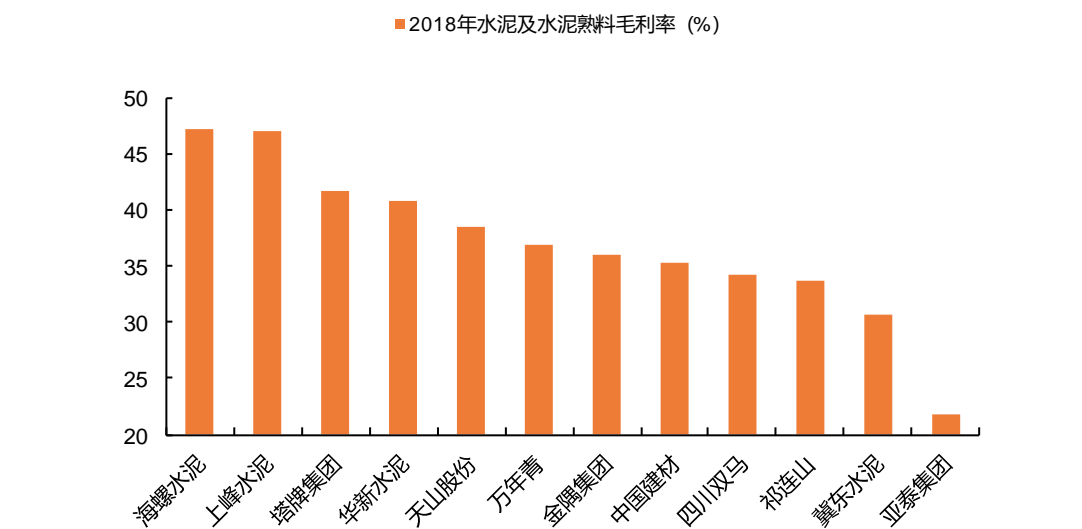


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司产能布局得当, 区位优势明显, 水泥业务毛利率领先。2018、2019 年, 海螺水泥水泥及水泥熟料毛利率达到 47.3%、46.9%。2018 年, 可比公司上峰水泥、塔牌集团、华新

水泥、天山股份、万年青、金隅集团、中国建材、四川双马、祁连山、冀东水泥、亚泰集团水泥及水泥熟料毛利率分别为 47.1%、41.8%、40.8%、38.5%、36.8%、36.0%、35.2%、34.3%、33.7%、30.7%、21.8%。

图 42: 2018 年可比公司水泥及水泥熟料毛利率

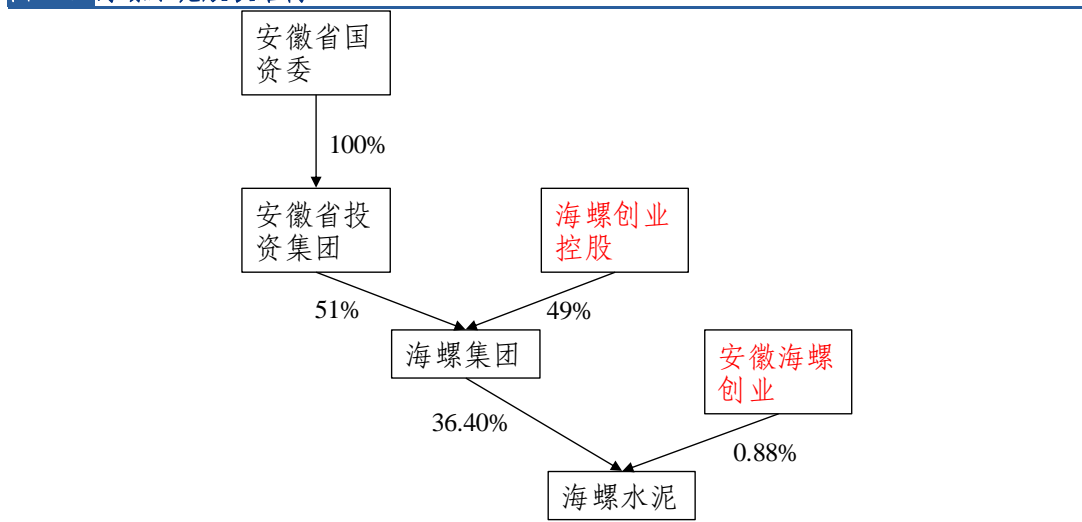


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

3.3 员工持股比例高，股权结构激发员工活力

员工持股比例高，优化股权结构。截止 2020 年年报，海螺水泥控股股东为海螺集团（持股比例 36.4%）。海螺集团的股东包括安徽省国资委旗下的安徽省投资公司（持股比例 51%）、海螺创业控股（持股比例 49%）。海螺创业控股为 H 股上市公司，其 46.29% 股份为海螺系高管及员工持有。另外，安徽海螺创业持有海螺水泥 0.88% 股权。其主要股东包括海螺集团工会（持股比例 82.93%）、宁国水泥厂工会（6.67%）、白马山水泥厂工会（5.47%）、海螺型材工会（2.05%）等。

图 43: 海螺水泥股权结构



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 44: 海螺创业简要构架

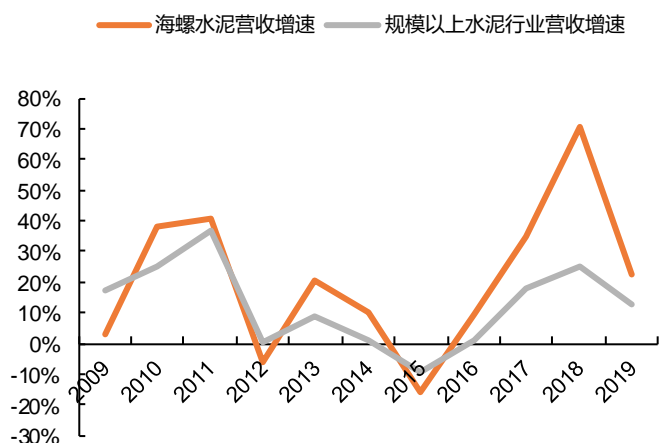


备注：
1、基石投资者：包括中国建材有限公司、TCC Investment Group、亚洲水泥股份有限公司。
2、股权统计截止日期为2020年1月

资料来源：公司公告，长城证券研究所

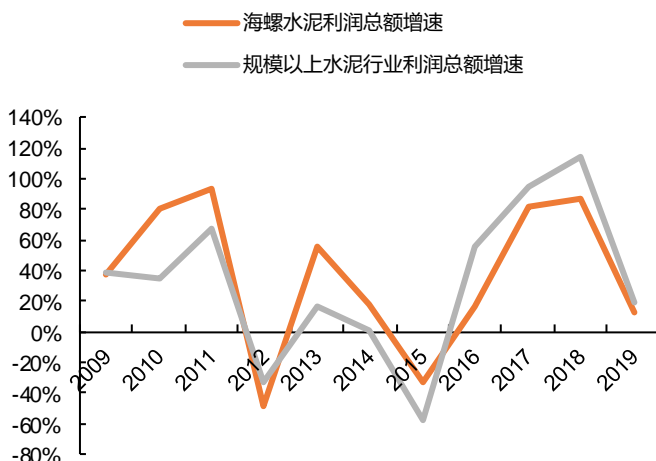
股权结构激发员工动力，公司历年收入、利润总额增速明显超过行业。2009~2019年，公司营收复合增速达到20.2%，同期行业增速7.3%；公司利润总额复合增速达到25.8%，同期行业增速17.7%。

图 45: 公司、行业营收增速对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 46: 公司、行业利润总额增速对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

3.4 向骨料、海外、混凝土进行产业链延伸

骨料业务：行业进入有序发展期，公司快速布局骨料产能

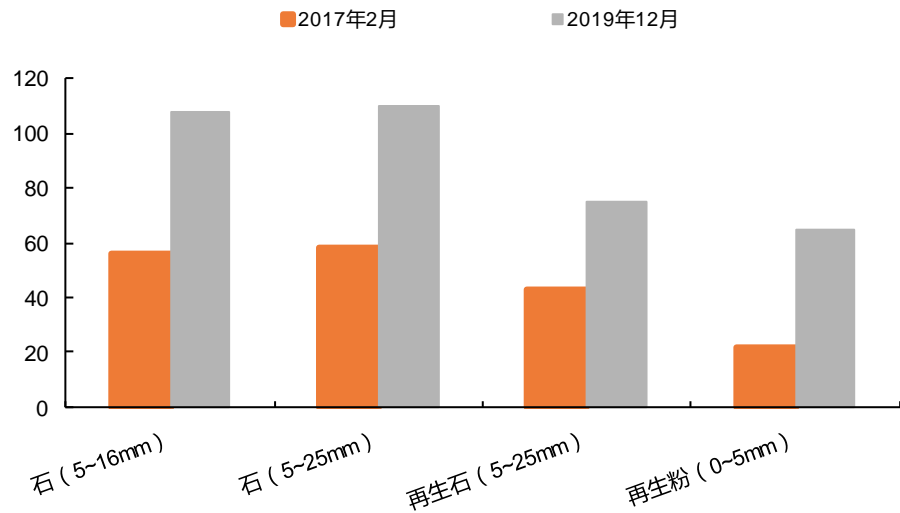
建设用砂石是构筑混凝土骨架的关键原料，通常每消耗1吨水泥需要配6~7吨砂石骨料。建设用砂石是年消耗自然资源众多的大宗建材产品，是构筑混凝土骨架的关键原料，在混凝土中起颗粒增强、承受外压的作用，关乎建筑工程质量安全。混凝土结构中，通常每消耗1吨水泥需要配6~7吨砂石骨料。随着基础设施建设持续快速发展，我国已成为世界上最大的砂石生产国和消费国。2018年，全国砂石产量达200亿吨，占世界总量的50%，产值近2万亿元，企业约1.3万家，从业人员近200万人。

天然砂石资源逐步枯竭，目前机制砂石已占建设用砂石的近70%。建设用砂石包括机制砂石、天然砂石两类。过去以天然砂石为主，主要源于山川河流，随着天然砂石资源枯竭、生态保护要求提高和建筑工程需求量持续增加，机制砂石逐渐替代天然砂石弥补市场需求，目前机制砂石已占建设用砂石的近70%。依据DZ/T 0316《砂石行业绿色矿山建设规范》标准中的定义，机制砂石是指由原生岩石矿山资源经机械破碎、筛分、整形等工艺加工制成的砂石颗粒，其中粒径大于4.75mm的称为机制碎石，也称粗骨料；粒径小于4.75mm的称为机制砂，也称细骨料。

机制砂石产业目前面临质量保障能力弱、行业集中度低、绿色发展水平低等问题。近年来机制砂石生产由简单分散人工或半机械的作坊快速转变为大规模集约化机械化自动化工厂，行业发展取得很大进步，仍面临以下问题：**1) 质量保障能力弱。**当前行业在生产、管理、环保等方面两极分化严重，部分企业生产机械化、自动化程度不高。质检体系不完善、产品难追溯，砂石质量问题已成业界关注焦点，尤其是砂石颗粒级配、粒型外貌、内在强度和化学相容性等问题。**2) 产业结构不合理。**近两年来，机制砂石产业结构调整加快，但产业集中度仍然偏低，小散乱现象突出。目前砂石骨料生产企业中，年产量超过1000万吨的企业产能占比不到20%，约30%的企业年产量不到100万吨。**3) 绿色发展水平低。**我国每年产生百亿吨建筑垃圾、尾矿和废石，利用这些大宗固废生产砂石骨料，既可减少机制砂石对矿山资源的消耗，还能实现大宗固废资源化利用，减少填埋占地、环境和安全隐患等问题。此外，我国砂石行业矿山复垦和绿化率普遍较低，大部分企业存在粉尘、废水无组织排放问题，亟待强化治理的污染排放固定源和移动源。

2016年起长江沿岸砂石基地整改，连续几年砂石整治，矿山治理，砂石价格快速上升。2016年长江沿岸砂石基地整改，2018年6月全国河湖砂石整治，砂石整治、矿山治理持续几年。从2017年年初到2019年年末，上海地区砂石价格接近翻倍。

图 47：上海地区砂石价格（元/吨）



资料来源：中国砂石协会，长城证券研究所

工信部、国务院出台砂石行业重要政策，砂石行业将进入有序发展期。2018年11月，工信部、发改委等10部门发布《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》。2020年3月，国务院相关部门再印发《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》，是首次针对砂石行业出台的重要政策。此次指导意见的出台，标志砂石行业从摸索前进跨入了有序发展阶段。

天然砂供应长期不足，随着机制砂石逐渐成为我国建设用砂石的主要来源，发展大型砂石企业是必然趋势，为水泥企业提供了重要发展机遇。根据《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》提出的发展目标，到2025年年产1000万吨及以上的超大型机制砂石企业产能占比将达到40%。在机制砂石替代天然砂石的过程中，为水泥企业提供了难得一遇的发展机遇。国际水泥巨头早已指明了道路，水泥和砂石骨料行业在客户、市场、矿产资源、工艺与装备以及人力资源等方面高度重叠，水泥企业发展砂石可以极大地发挥协同效应。国际水泥巨头企业在成熟阶段，骨料和水泥的销量大约是2:1的比例，而国内的水泥企业目前仍以水泥为最主要的业务和收入来源，砂石还大有发展空间。随着物流条件改善，以往各地的采砂厂将被具有现代化管理的企业替代。

主要水泥公司骨料业务发展情况：华新水泥是国内水泥企业最早布局骨料的企业之一，早在2007年就开始抢占先机。随后2011年和2013年，中联水泥和海螺水泥也分别布局其中。2014年随着骨料矿山被大批关停，水泥企业发展骨料的步伐骤然加快，2015年时海螺、中联骨料产能双双超过了2000万吨。2019年，达到千万吨以上骨料产能的水泥企业已经超过了九家，海螺水泥、中联水泥等龙头也陆续喊出了亿吨产能的发展目标。

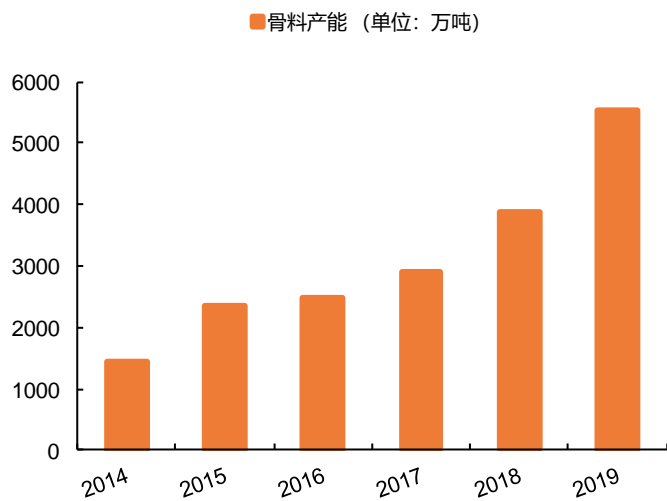
表 14: 主要水泥公司骨料业务发展情况

水泥企业	进入骨料行业时间	发展现状和远期目标	主要分布地区
中国建材	2011 年	2019 年集团骨料销量 5238 万吨，主要集中在中联水泥。中联水泥先后建设投产鲁南中联、南京中联、安阳中联、邢台中联、泰安中联、乌兰中联等骨料生产线。2019 年又成功收购安阳中海等 5 条生产线。目前合计拥有 30 条骨料生产线。骨料年产能接近 1 亿吨。中联水泥计划到 2020 年通过自建生产线的方式争取骨料产能超过 1 亿吨。重点在淮海和河南区域建设。	山东、江苏、河南、河北、安徽、山西、内蒙古、北京等地
海螺水泥	2013 年	2019 年末骨料产能 5530 万吨，十三五骨料的产能计划是 1 亿吨，十四五规划目标实现 3 亿吨产能规模	安徽、湖南、陕西、甘肃等地
华新水泥	2007 年	2018 年骨料销量骨料销售 1450 万吨，预计 2019 年骨料总产能将超过 3000 万吨，目标是力争形成超过 1 亿吨/年的骨料业务产能	湖北、重庆、云南地区
金隅冀东	2011 年	2019 年，总产能近 4000 万吨，未来 2-3 年，在现有基础上，在规模和产业升级信息化和产品升级等方面能达到 1 亿吨以上。在铁、相尾矿和建筑垃圾等方面新型城市功能配套做砂石骨料基地还在规划	京津冀地区
华润水泥	2015 年	2015 年 5 月建设了一条年产能 50 万吨骨料高镁尾矿综合利用项目。2018 年 6 月份募集 41.8 亿港元。其中 12.54 亿港元将用于发展骨料业务。2017 年签约广西、南宁 1000 万吨优质骨料项目，力争 2019 年开工，武宣、贵港、百色等地也均有布局	规划广西地区

资料来源：公司公告，长城证券研究所

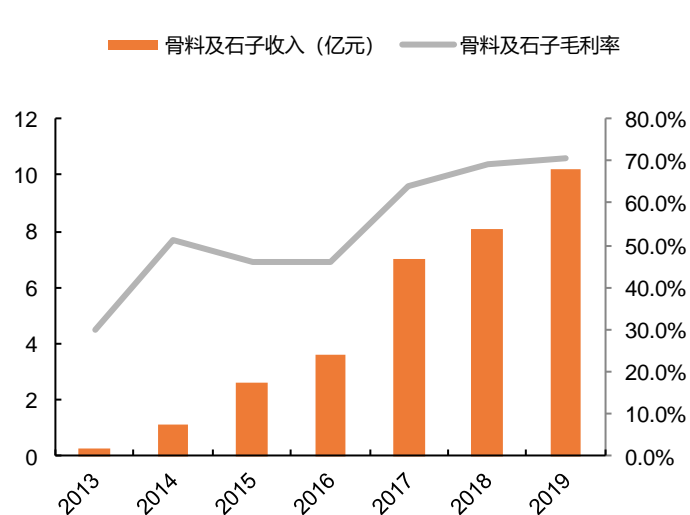
公司积极布局骨料项目，2019 年骨料业务毛利率高达 70.6%。2019 年，公司新增骨料产能 1690 万吨，年末产能达到 5530 万吨。2019 年，公司骨料及石子综合毛利率为 70.6%，同比上升 1.48 个百分点，主要原因是国家和地方加强矿产资源整治和环保治理，骨料市场供求关系持续改善，产品销价稳步提升。

图 48: 公司骨料产能



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 49: 公司骨料收入、毛利率



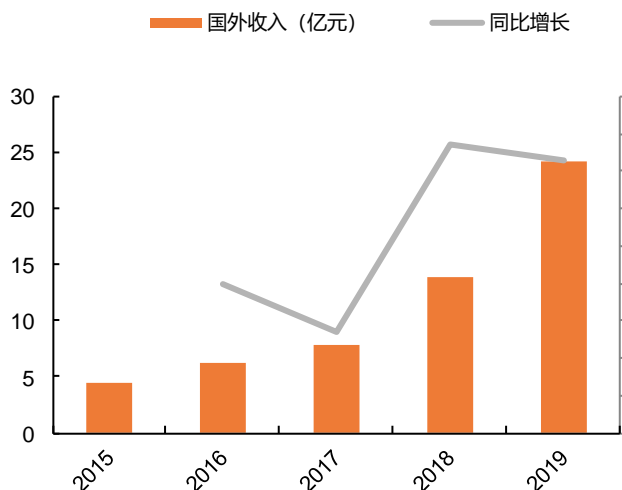
资料来源：公司公告，长城证券研究所

海外布局：布局一带一路沿线优质项目，海外项目规模领先

2019 年，公司海外收入达到 24.1 亿元，同比增长 72.9%；海外毛利达到 9.4 亿元，同比增长 135.3%。2019 年，公司通过加强海外布局和加大海外市场拓展力度，已投产项目整体运营质量明显改善，老挝琅勃拉邦项目竣工投产，东南亚、中亚等地区在建及拟建项

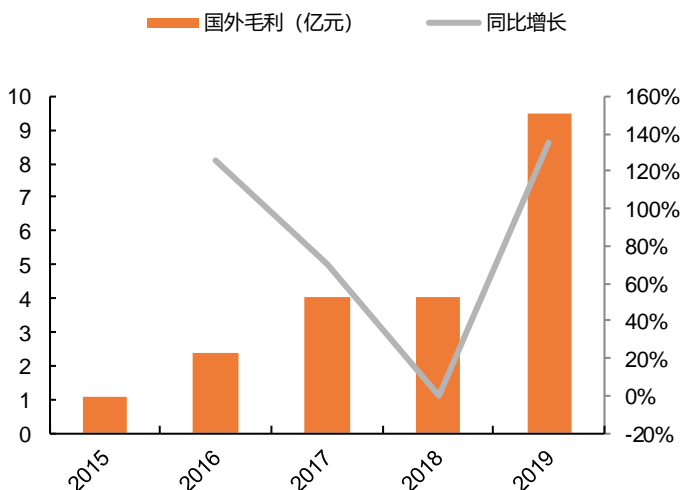
目有序推进。此外，围绕“一带一路”，本集团继续加强海外项目调研论证，储备项目载体。

图 50: 公司国外收入



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

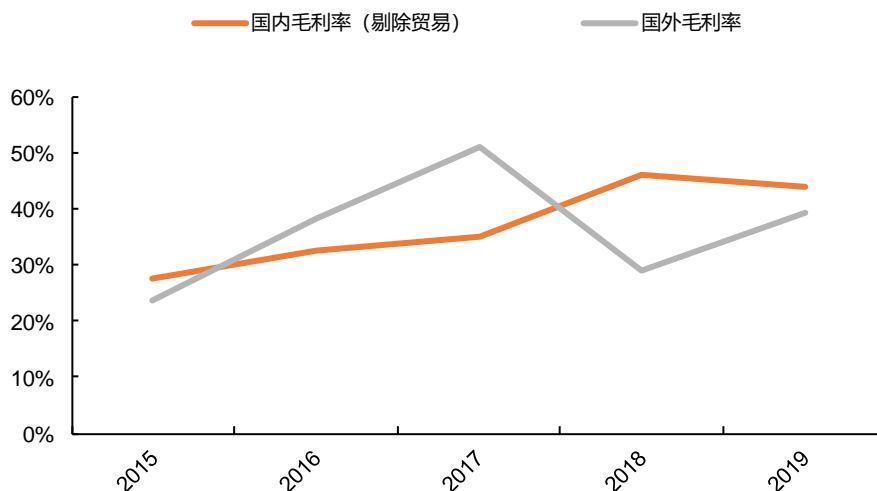
图 51: 公司国外毛利



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

公司投产海外项目优质, 毛利率与国内业务相当。2019 年公司海外业务毛利率为 39.2%, 同期国内业务 (剔除贸易) 毛利率为 44.1%。从历史数据来看, 公司海外业务毛利率与国内业务相当。

图 52: 公司国内、国外业务毛利率对比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

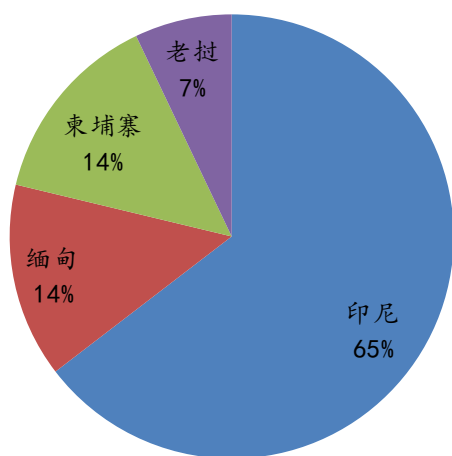
公司海外水泥资产主要在印尼、缅甸、柬埔寨、老挝、乌兹别克斯坦等一带一路沿线国家。公司目前主要海外子公司所在地包括印尼、柬埔寨、老挝、俄罗斯、缅甸、乌兹别克斯坦等。根据中国水泥网的统计, 公司投产海外熟料产能结构中, 印尼、缅甸、柬埔寨、老挝各占 65%、14%、14%、7%; 在建海外熟料产能结构中, 印尼、老挝、乌兹别克斯坦各占 61%、19%、20%。

表 15: 公司主要海外经营子公司

境外主要经营地	子公司名称
印度尼西亚	印尼海螺、南加里曼丹海螺、印尼海螺国际贸易公司、南苏拉威西马诺斯海螺矿山公司、印尼马诺斯水泥、巴鲁海螺水泥、北苏海螺水泥、西加里曼丹海螺水泥贸易公司
柬埔寨	马德望海螺、金边海螺
老挝	琅勃拉邦海螺、万象海螺
俄罗斯	伏尔加海螺
缅甸	曼德勒海螺
乌兹别克斯坦	卡尔希海螺

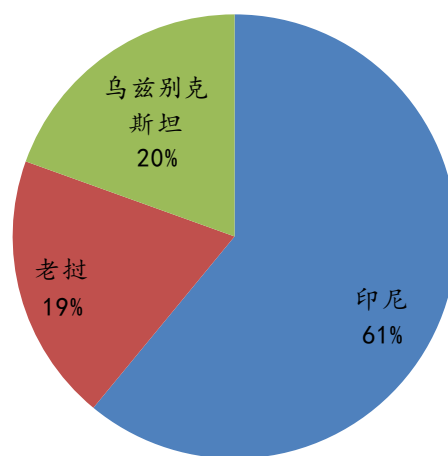
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 53: 公司投产海外熟料产能结构



资料来源: 中国水泥网, 长城证券研究所

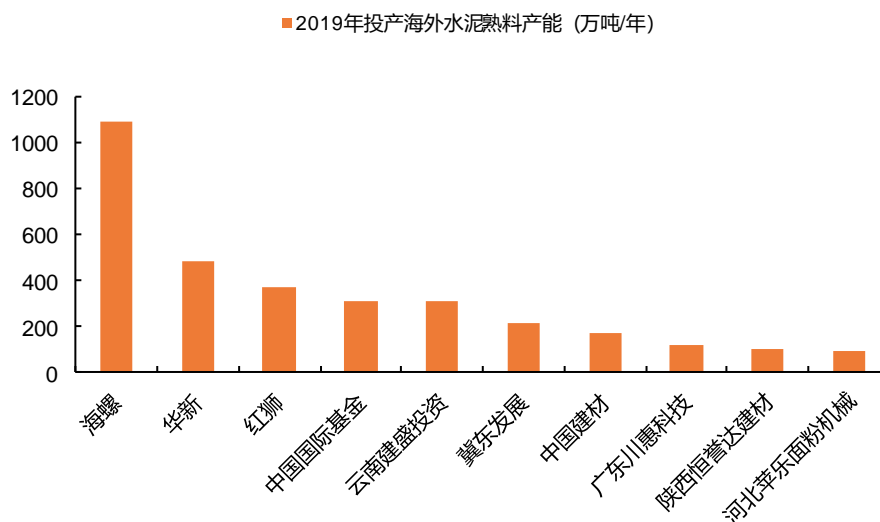
图 54: 公司在建海外熟料产能结构



资料来源: 中国水泥网, 长城证券研究所

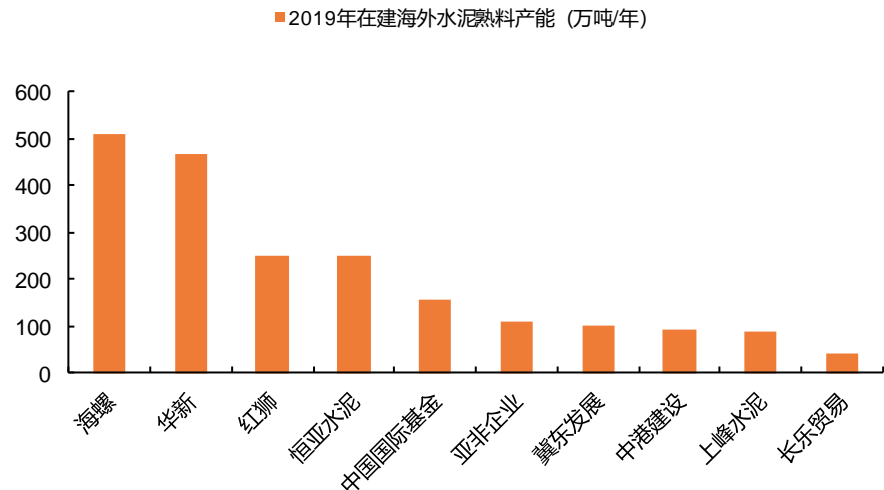
公司在国内水泥企业中, 海外布局规模最大。根据中国水泥网的统计, 2019 年年底, 公司投产、在建海外水泥熟料产能规模分别为 1094.3、508.4 万吨/年, 均处于国内首位。

图 55: 2019 年水泥企业投产海外水泥熟料产能



资料来源：中国水泥网，长城证券研究所

图 56: 2019 年水泥企业在建海外水泥熟料产能



资料来源：中国水泥网，长城证券研究所

公司目前重点在建熟料在建项目中，印尼等海外项目规模较大。公司 2019 年年末在建工程余额 40.4 亿元，主要投资方向包括水泥磨技改、石灰岩项目、熟料项目等。国内熟料在建项目主要是八宿海螺水泥有限责任公司 2500t/d 熟料线（由宝鸡众喜凤凰山水泥有限公司 2500t/d 新型干法熟料水泥生产线置换得来）。海外熟料在建项目主要是琅勃拉邦海螺一期 2500t/d 熟料线及配套项目（投资预算 8.5 亿元，项目进度 54%）、缅甸海螺（曼德勒）水泥有限公司一期熟料线项目（投资预算 16.9 亿元，项目进度 46%）。

表 16: 公司 2019 年年末在建工程情况

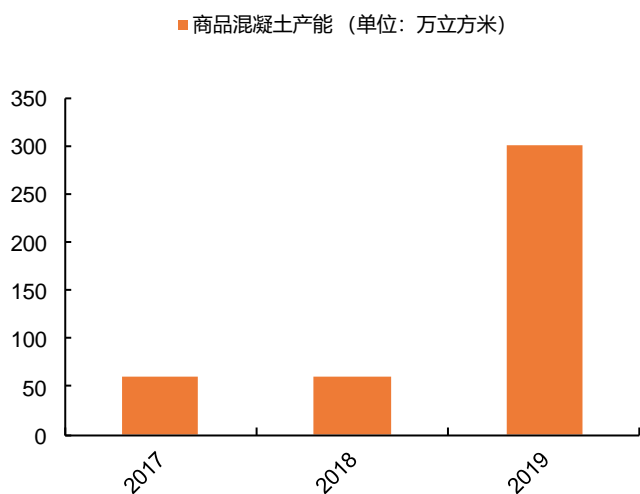
亿元	预算数	年初余额	本年增加	本年转入 固定资产/ 无形资产	年末余额	工程累计 投入占预 算比例	工程进度
安徽长丰海螺水泥有限公司异地迁建项目	2.57	0.00	1.47	-1.33	0.14	57.0%	部分投产
安徽枞阳海螺水泥股份有限公司 110 万 t/a 水泥磨技改项目、粉磨站及一二期石灰石破碎机移位技改、智能化验楼项目、4#5#6#电收尘改造项目、4#密三风机技改	4.40	0.73	1.91	-1.27	1.36	60.0%	部分投产
扶绥新宁海螺水泥有限责任公司二期 1#、2# 水泥磨辊压机技改及码头增建泊位	1.13	0.31	0.56	-0.70	0.16	76.0%	部分投产
隆安海螺那发矿山破碎及石灰石输送廊道(含隧道)及 200 万 t/a 石灰岩新型材料(含 40 万 t/a 机制砂)项目	1.88	0.61	0.85	-1.45	0.02	78.0%	部分投产
琅勃拉邦海螺一期 2500t/d 熟料线及配套 140 万 t/a 粉磨站、4.5MW 余热发电	8.52	2.35	2.23	-2.77	1.81	54.0%	在建
缅甸海螺（曼德勒）水泥有限公司一期熟料线及燃煤电站	16.91	0.40	7.30		7.70	46.0%	在建
池州海螺新材料有限责任公司一期 500 万吨溶剂灰岩北山项目	4.37	0.07	1.86		1.93	44.0%	在建
八宿海螺水泥有限责任公司 2500t/d 熟料线 +110 万 t/a 粉磨站及配套 4.5MW 余热发电	12.76	0.12	5.07		5.19	41.0%	在建
其他	-	14.53	37.88	-30.32	22.09		
合计	-	19.12	59.13	-37.85	40.40		

资料来源：公司公告，长城证券研究所

混凝土业务：2017 年迈出第一步，目前产能达到 300 万立方米

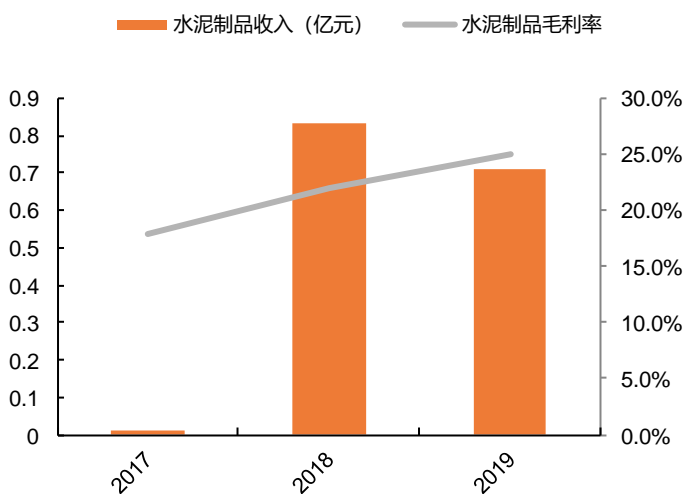
2017 年，公司迈出了进入商品混凝土行业的第一步，2019 年公司商品混凝土产能达到 300 万立方米，收入 7072 万元。2017 年 6 月 16 日、27 日、29 日，海螺集团首批商品混凝土项目——遵义、广元、巴中海螺商品混凝土项目陆续成功签约，迈出了集团进入商品混凝土产业的第一步，开启集团产业跨界发展的新纪元。至此，海螺水泥正式宣告进入混凝土行业。2019 年，公司新增混凝土产能 240 万立方米，年末产能达到 300 万立方米。2019 年，公司商品混凝土综合毛利率 24.9%，同比上升 3.04 个百分点。

图 57：公司混凝土产能



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 58：公司商品混凝土收入、毛利率



资料来源：公司公告，长城证券研究所

4、盈利预测与估值水平：首次给予推荐评级

4.1 盈利预测：预计 2020~2022 年归母净利润增速 6.1%、7.4%、5.2%

盈利预测重要假设：

- ✓ 预计 2020 年年新增熟料产能 450 万吨、水泥产能 770 万吨（不含并购）
- ✓ 参考公司 2020 年规划，预计 2020 年全年水泥和熟料净销量同比基本持平
- ✓ 预计 2020 年公司水泥销售均价同比增长 1.5%，煤炭价格下跌幅度较大，预计水泥毛利率有所上升
- ✓ 预计 2020~2022 年公司骨料业务收入增速达到 45%、30%、30%

表 17：公司未来 3 年收入预测

收入（亿元）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
水泥	656.25	911.08	995.51	1,010.44	1,056.11	1,093.23
贸易业务	14.01	252.10	383.49	387.32	391.19	395.11
熟料	72.67	66.29	91.22	91.49	92.86	94.25
骨料及石子	6.99	8.11	10.22	14.83	19.27	25.05
商业混凝土	0.01	0.83	0.71	0.81	0.94	1.08
其他	17.18	45.62	89.16	106.99	128.39	154.07
合计	753.11	1,284.03	1,570.30	1,611.88	1,688.76	1,762.79

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表 18：公司未来 3 年毛利率预测

毛利率	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
水泥	35.91%	47.42%	47.09%	49.0%	49.0%	49.0%
贸易业务		0.17%	0.16%	0.2%	0.2%	0.2%
熟料	30.03%	45.38%	45.22%	47.1%	47.1%	47.1%
骨料及石子	63.98%	69.12%	70.60%	68.0%	68.0%	68.0%
商业混凝土	17.83%	21.91%	24.94%	24.9%	24.9%	24.9%
其他	13.37%	7.36%	5.27%	5.3%	5.3%	5.3%
合计	35.09%	36.74%	33.29%	34.42%	34.46%	34.39%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

4.2 相对估值：接近行业平均水平

海螺水泥估值接近行业平均水平。海螺水泥 2019~2020 年 PE 分别为 9.0、8.5 倍，而行业平均数为 10.4、7.4 倍；海螺水泥 PB 为 2.1 倍，而行业平均数为 1.9 倍；海螺水泥 2019 年股息率 3.5%，而行业平均数为 3.2%。

表 19: 可比公司估值表

证券简称	最新股价	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	EPS			PE			ROE		PB	2019年现金分红	2019年股息率
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E			
华新水泥	25.23	529	344	3.025	3.099	3.362	8.34	8.14	7.50	29.8%	25.6%	2.46	1.15	4.6%
金隅集团	3.14	335	262	0.346	0.405	0.447	9.08	7.74	7.03	6.0%	7.7%	0.73	0.12	3.8%
冀东水泥	17.69	245	245	2.004	2.518	2.857	8.83	7.02	6.19	17.6%	20.0%	2.04	0.50	2.8%
上峰水泥	24.78	202	202	2.866	3.325	3.779	8.65	7.45	6.56	42.9%	36.0%	4.00	0.90	3.6%
塔牌集团	12.32	147	143	1.454	1.741	1.873	8.47	7.08	6.58	17.7%	18.9%	1.56	0.55	4.5%
天山股份	12.13	127	107	1.560	1.748	1.919	7.78	6.94	6.32	17.0%	17.0%	1.32	0.51	4.2%
祁连山	16.41	127	127	1.590	2.053	2.250	10.32	7.99	7.29	18.1%	20.0%	1.87	0.58	3.5%
万年青	13.25	106	106	1.717	1.993	2.116	7.72	6.65	6.26	27.0%	25.8%	2.22	0.70	5.3%
金圆股份	9.45	68	62	0.704	1.084	1.234	13.42	8.71	7.66	12.1%	17.1%	1.63	0.08	0.8%
宁夏建材	13.01	62	62	1.608	2.226	2.510	8.09	5.85	5.18	13.8%	16.7%	1.12	0.51	3.9%
青松建化	3.91	54	54	0.160	0.403	0.474	24.44	9.71	8.24	4.7%	11.0%	1.18	0.00	0.0%
福建水泥	11.02	42	42	1.223	1.886	2.195	9.01	5.84	5.02	33.5%	36.6%	3.06	0.16	1.5%
平均数							10.35	7.43	6.65	20.0%	21.0%	1.93		3.2%
中位数							8.74	7.26	6.57	17.7%	19.4%	1.75		3.7%
海螺水泥	56.95	3,018	2,278	6.339	6.724	7.219	8.98	8.47	7.89	24.5%	22.2%	2.12	2.00	3.5%

除了海螺水泥，其他公司盈利预测数采用 Wind 一直预期；
 资料来源：Wind，长城证券研究所

4.3 绝对估值：FCFE 估值结果 71.92 元/股

假设海螺水泥股权资本成本为 10.6%，预计公司未来 3 年股权自由现金流 FCFE 在 310~380 亿元。根据过去三年数据计算，海螺水泥 beta 为 1.08，假设无风险收益率为 2.6%（目前 10 年期国债到期收益率水平），市场预期收益率为 10.0%，海螺水泥债务资本比重约为 6.7%。

表 20: FCFE 预测（百万元）

FCFE 估值	2020E	2021E	2022E
净利润	36435.93	39121.04	41157.82
加：折旧摊销	5236.97	5989.03	6709.04
减：经营性营运资本的增加	-490.73	1445.35	-547.75
减：资本支出	10105.61	10030.14	9723.10
加：付息债务增加	-965.74	-395.27	-532.85
股权自由现金流 FCFE	31092.29	33239.31	38158.66

资料来源：公司公告，长城证券研究所

按照永续增长率为 0，股权资本成本为 10.6% 的假设，海螺水泥 FCFE 估值结果为 71.92 元/股。FCFE 对 WACC、永续增长率假设均较敏感。

表 21: FCFE 估值结果及敏感性分析

股权资本成本\永续增长率	-1.5%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%
12.09%	58.27	59.88	61.62	63.50	65.54	67.77	70.21
11.59%	60.35	62.10	64.00	66.07	68.31	70.77	73.48
11.09%	62.60	64.51	66.59	68.86	71.34	74.07	77.09
10.59%	65.03	67.13	69.42	71.92	74.68	77.72	81.09
10.09%	67.67	69.98	72.51	75.29	78.36	81.76	85.56
9.59%	70.55	73.10	75.91	79.00	82.44	86.28	90.59
9.09%	73.70	76.53	79.66	83.13	87.00	91.35	96.27

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

4.4 投资建议: 首次给予推荐评级

投资建议: 水泥行业龙头标的, 首次覆盖给予推荐评级。 预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 6.72、7.22、7.59 元, 同比增长 6.1%、7.4%、5.2%, 对应市盈率 8.5、7.9、7.5 倍。基建快速加码, 早周期品种水泥有望首先受益。公司产能布局得当, 区位优势明显, 盈利能力明显超过平均水平。员工持股比例高, 股权结构激发员工活力。公司向骨料、海外、混凝土进行产业链延伸迅速, 打造新的增长点。

表 22: 盈利预测结果 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	128403	157030	161188	168876	176279
YoY(%)	70.5%	22.3%	2.6%	4.8%	4.4%
净利润	29814	33593	35631	38256	40248
YoY(%)	88.0%	12.7%	6.1%	7.4%	5.2%
摊薄 EPS	5.63	6.34	6.72	7.22	7.59
P/E(倍)	10.1	9.0	8.5	7.9	7.5

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

5、风险提示

原材料价格上涨或超预期；下游需求或低于预期；环保政策或出现反复；行业竞争加剧等

附：盈利预测表

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	128402.63	157030.33	161187.90	168876.46	176279.22
营业成本	81230.03	104760.09	105709.08	110676.23	115661.82
营业费用	3733.29	4416.57	4533.51	4749.75	4957.96
管理费用	3752.17	4741.15	4866.68	5098.82	5322.33
研发费用	70.97	187.20	192.16	201.32	210.15
财务费用	-474.09	-1338.17	-752.71	-1997.89	-2685.96
其他收益	773.51	870.48	887.89	905.65	923.77
投资净收益	658.49	1209.08	1233.26	1257.93	1283.09
营业利润	39882.36	44057.34	47407.95	50890.71	53532.56
营业外收支	-253.16	499.51	-148.12	-148.12	-148.12
利润总额	39629.20	44556.85	47259.83	50742.60	53384.44
所得税	8993.18	10204.84	10823.90	11621.56	12226.62
少数股东损益	821.73	759.25	805.31	864.66	909.67
净利润	29814.28	33592.76	35630.62	38256.38	40248.14

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	72052.96	97109.60	114771.55	138728.59	161866.20
货币资金	37619.11	54977.08	74085.14	94618.01	119254.96
应收票据及应收账款合计	14366.87	9649.02	9314.26	10553.56	10185.17
其他应收款	11427.98	3623.38	3540.53	3965.09	3869.54
存货	6022.72	5571.52	4999.39	6068.24	5497.94
非流动资产	77494.39	81667.58	87921.84	93427.82	97893.60
固定资产	60320.46	58858.42	63214.46	66485.76	68663.04
资产总计	149547.35	178777.18	202693.39	232156.41	259759.80
流动负债	26151.96	27421.19	25815.79	27833.45	26910.84
短期借款	1376.93	2941.70	2941.70	2941.70	2941.70
应付账款	6395.73	7303.65	6519.83	7953.19	7171.79
非流动负债	6977.52	9035.54	8719.82	8285.70	7723.88
长期借款	6105.33	7369.35	7053.62	6619.50	6057.68
负债合计	33129.48	36456.73	34535.61	36119.15	34634.72
股东权益	116417.87	142320.45	168157.78	196037.25	225125.08
股本	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30
留存收益	96694.62	121331.55	146271.85	173050.09	201222.50
少数股东权益	3728.96	4958.77	5764.08	6628.73	7538.41
负债和股东权益	149547.35	178777.18	202693.39	232156.41	259759.80

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	36058.97	40738.20	39889.85	40121.10	44157.76
其中营运资本减少	-6688.38	10080.87	490.73	-1445.35	547.75
投资活动现金流	-25669.70	-20688.85	-9970.15	-9949.28	-9603.92
资本支出	4748.52	8874.12	4868.64	4041.10	3014.06
筹资活动现金流	-10980.00	-7911.90	-10811.63	-9638.94	-9916.88
现金净增加额	-571.26	12156.47	19108.06	20532.87	24636.95

主要财务指标

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	70.5%	22.3%	2.6%	4.8%	4.4%
营业成本增长	66.2%	29.0%	0.9%	4.7%	4.5%
营业利润增长	91.5%	10.5%	7.6%	7.3%	5.2%
利润总额增长	86.7%	12.4%	6.1%	7.4%	5.2%
净利润增长	88.0%	12.7%	6.1%	7.4%	5.2%
获利能力					
毛利率(%)	36.7%	33.3%	34.4%	34.5%	34.4%
销售净利率(%)	23.9%	21.9%	22.6%	23.2%	23.3%
ROE(%)	26.3%	24.1%	21.7%	20.0%	18.3%
ROIC(%)	36.7%	45.6%	45.8%	45.9%	46.9%
营运效率					
销售费用/营业收入	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
管理费用/营业收入	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用/营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用/营业收入	0.0%	-0.4%	-0.9%	-0.5%	-1.2%
投资收益/营业利润	1.7%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
所得税/利润总额	22.7%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
应收账款周转率	9.67	13.08	17.00	17.00	17.00
存货周转率	15.14	18.07	20.00	20.00	20.00
流动资产周转率	2.18	1.86	1.52	1.33	1.17
总资产周转率	0.95	0.96	0.85	0.78	0.72
偿债能力					
资产负债率(%)	22.2%	20.4%	17.0%	15.6%	13.3%
流动比率	2.76	3.54	4.45	4.98	6.01
速动比率	2.43	3.10	4.02	4.52	5.58
每股指标(元)					
EPS	5.63	6.34	6.72	7.22	7.59
每股净资产	21.26	25.92	30.64	35.74	41.06
每股经营现金流	5.20	8.87	7.53	7.57	8.33
每股经营现金/EPS	0.92	1.40	1.12	1.05	1.10
估值比率					
P/E	10.12	8.98	8.47	7.89	7.50
PEG	0.17	0.16	0.28	0.93	1.21
P/B	2.68	2.20	1.86	1.59	1.39
EV/EBITDA	6.37	5.10	4.48	3.82	3.22
EV/SALES	2.17	1.58	1.42	1.23	1.04
EV/IC	24.76	2.26	1.65	1.31	1.04
ROIC/WACC	3.64	4.52	4.54	4.52	4.58
REP	0.62	0.37	0.29	0.23	0.18

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>