

水泥制造

2019年投资策略：周期往复，看好京津冀水泥

2016~2018年水泥录得连续三年超额收益，核心动力是供给约束推动下景气持续上升。2017年4季度开始，水泥股价落后于盈利的增长，核心因素是景气进入超高区间后估值必然出现钝化，估值从10倍下降到5倍。2018年下半年以后，水泥价格和股价走势出现分化，核心原因是去年策略提到的在华东供给短缺之后，景气拐点预期的出现。

2019年水泥景气和2012年上半年快速下跌至低位将有所不同：

景气中枢略下移，上半年不悲观，下半年不乐观。经历了地产销售、土地出让和基建投资加速下滑之后，“投资稳增长”周期性再度开启，我们预计2019年水泥需求上半年增长2%，全年增长0.6%左右，波动幅度明显小于过往周期。供给侧环保的刚性约束仍旧较强，但高景气下行业错峰略有松动，2019年下半年置换产能逐渐投放，我们测算2019年供给能力同比增长1.5%。中性情况下，运转率略有下降，景气中枢下行。下半年面临产能投放，需求可能周期性走弱，景气受到更大压制。

区域差异收敛，北升南降，京津冀区域尤好。2015年以来南北方景气差异一直在扩大，主要原因是需求南增北减，从而南方产能运转率上升更快。在基建的推动下，经历了5年水泥需求连续下滑之后，北方2019年有望迎来增长，运转率上升。而南方运转率将略有下降，南北方差异将收敛。我们尤其看好京津冀景气上升，区域需求或有5%增长，在目前的运转利用率和库位中枢上，已经具有较强的价格弹性。

投资建议：

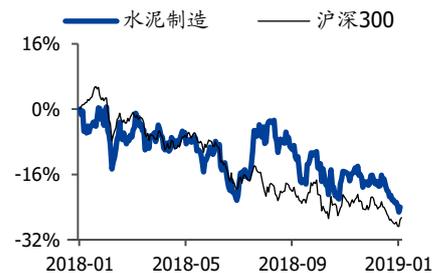
看好京津冀区域，推荐冀东水泥。基建拉动区域需求扭转连续5年下滑态势，未来三年有望持续增长，环保高压下产能利用率具备较强价格弹性。我们预计2018~2020年EPS分别为1.16、1.82、2.13元/股，1月4日收盘价对应PE为10、6.5、5.5倍。

推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青等华东龙头，具备高现金流和高分红价值，长期价值被低估。

风险提示：宏观政策反复、环保超预期放松、市场竞合态势恶化风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 石峰源

邮箱：shifengyuan@gszq.com



内容目录

1、回顾：景气持续上行，水泥板块表现靓丽的三年	4
2、“投资稳增长”周期性重现，基建是结构性亮点	7
2.1、从去杠杆到稳杠杆，投资稳增长重现	7
2.2、“稳增长”支撑水泥短期需求平稳运行	9
3、高景气带来供给侧新考验	10
3.1、水泥供给的“新常态”	10
3.2、新增产能维持低位，置换量逐渐增加	11
3.3、去产量：高景气带来错峰考验，环保施加刚性约束	14
环保对供给侧的中期刚性约束难以弱化	14
差异化调控将是中长期方向，企业与区域之间迎来分化	16
高景气下去产量面临新考验	19
3.4、去产能逐步推进，护航行业健康发展	19
3.5、2019年供应能力小幅增长	20
4、2019年：景气回落至中高位，区域差异收敛	21
5、投资建议：看好基建稳增长，重视龙头水泥股的价值属性	23
5.1、看好基建稳增长，推荐冀东水泥	23
冀东水泥：被低估的华北龙头	23
5.2、利率下行期关注龙头水泥股的净现金流和高分红价值	26
海螺水泥：长期价值被低估	27
风险提示	29

图表目录

图表 1：水泥板块位居 2018 年 SW 二级行业涨幅第四	4
图表 2：水泥行业连续三年相对全部 A 股录得超额收益	4
图表 3：2015 年以来全国水泥需求的两次转折	4
图表 4：2016-2018 年水泥价格中枢逐年上移	5
图表 5：2017-2018 年供给强化，库存持续低位运行	5
图表 6：长三角地区水泥价格再创新高	5
图表 7：泛京津冀地区水泥价格下半年以来出现明显反弹	5
图表 8：长三角地区水泥库存中枢持续低位运行	5
图表 9：泛京津冀地区水泥库存中枢下行至 50% 左右	5
图表 10：两广地区水泥价格稳步上行	6
图表 11：西南地区水泥价格高位运行	6
图表 12：海螺水泥 2015 年-2018 年水泥及熟料综合吨毛利、净利（元）变化	6
图表 13：2016 年-2018 年水泥板块主要机会、个股股价走势回顾	7
图表 14：十年期国债收益率、Shibor(7d) 已经出现明显下行	8
图表 15：M2、社融同比增速的回落显示宽货币到宽信用的传导不顺畅	8
图表 16：2018 年以来基建增速下行较快，地产投资显现韧性	8
图表 17：短期低库存下土地购置、房屋新开工增速维持高位，但未来销售下行带来一定库存压力	8
图表 18：2019 年全国水泥需求端测算	9
图表 19：我们预计 2019 年水泥需求增长 0.6% 左右	9
图表 20：2018 年北方多个省市新成立的区域平台公司	10
图表 21：2018 年全国新增水泥熟料产能规模预计将维持低位	11
图表 22：2019 年全国新点火熟料产能规模最大的区域为西南、华南地区	11

图表 23: 2018 年新点火熟料生产线列表.....	12
图表 24: 2018 年各省公告水泥产能置换项目同比明显增加 (网站公示).....	13
图表 25: 2017-2018 年产能置换公示项目新增产能集中在南方地区.....	14
图表 26: 京津冀地区各工业子部门污染物排放量.....	15
图表 27: 重点省区 2017 年 PM2.5 平均浓度相对 2020 年目标仍有明显距离.....	15
图表 28: 2017 年平均 PM2.5 排名全国前十的省区集中在华北.....	16
图表 29: 已公布 2018-2019 错峰生产方案的重点省区错峰安排.....	16
图表 30: 2015-2019 年各省区市错峰生产天数对比.....	18
图表 31: 《水泥行业去产能计划 (2017-2020)》提出系统性去产能措施.....	19
图表 32: 2018 年淘汰低标号水泥取得新进展.....	20
图表 33: 2019 年扣除错峰后全国熟料供应能力小幅增长.....	20
图表 34: 2019 年全国水泥供需边际测算.....	21
图表 35: 2019 年全国及主要竞争区域供需预测 (中性假设).....	21
图表 36: 2019 年全国及主要竞争区域供给预测 (分乐观、中性、悲观假设).....	22
图表 37: 京津冀区域水泥消费量明显低于全国和周边地区水平.....	23
图表 38: 京津冀现状交通线网密度与长三角有显著差距.....	24
图表 39: 京津冀中期 (2022 年) 交通投资带来的水泥需求超过 1.6 亿吨.....	24
图表 40: 京津冀地区城镇化进程预测.....	25
图表 41: 京津冀城镇化推进中期、长期有望带来 2.6 亿吨、6.6 亿吨的水泥需求.....	25
图表 42: 2013-2030 年京津冀地区水泥需求与熟料产能利用率测算.....	25
图表 43: 冀东水泥 2018-2020 年盈利预测简表.....	26
图表 44: 国外水泥龙头企业采用稳定股利政策.....	26
图表 45: 按国外企业 30% 的分红率测算, 南方水泥股息率在 5% 以上.....	27
图表 46: 国外水泥龙头企业产业链延伸取得突出成果.....	27
图表 47: 海螺水泥净现金流价值测算.....	28

1、回顾：景气持续上行，水泥板块表现靓丽的三年

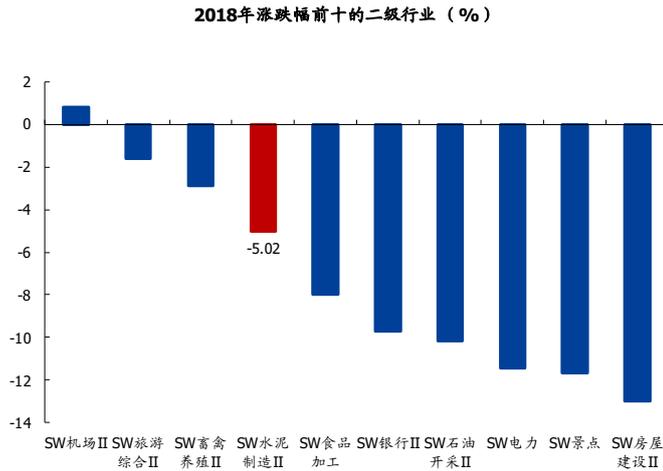
得益于行业景气的持续攀升，2016-2018年水泥板块连续三年录得超额收益，各年涨跌幅分别位列申万104个二级行业分类中的第11名、第7名和第4名。

(1) 2016年水泥需求增速转折，地产和基建拉动下由上年下降4.9%转为增长2.5%。

(2) 2017年下半年至2018年上半年错峰、环保极大强化了供给约束，虽然需求下滑但产能利用率持续上升，库存中枢持续下移，价格弹性提升。

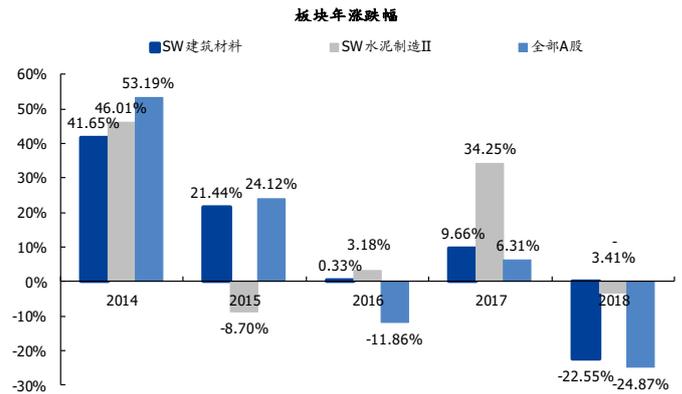
(3) 2018年下半年以来，地产和基建推动需求二次启动，价格再创新高。

图表1：水泥板块位居2018年SW二级行业涨幅第四



资料来源：Wind、国盛证券研究所

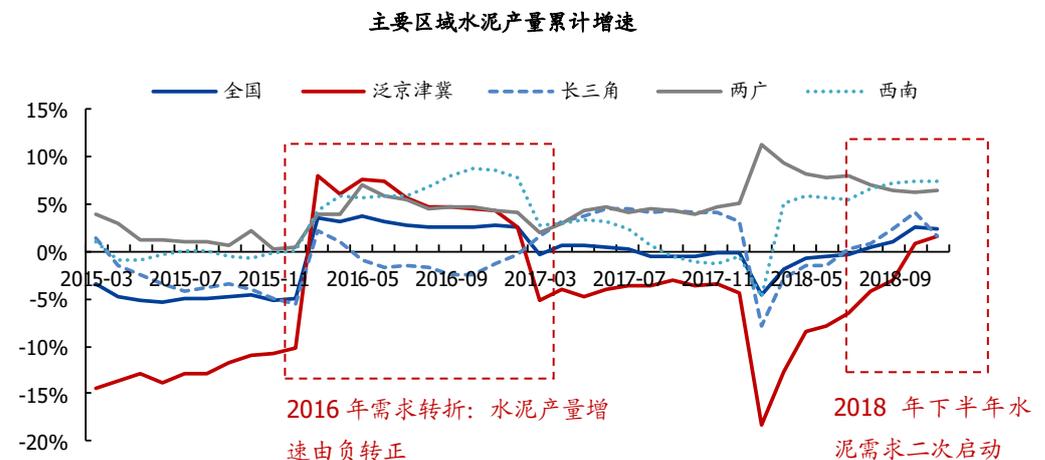
图表2：水泥行业连续三年相对全部A股录得超额收益



资料来源：Wind、国盛证券研究所

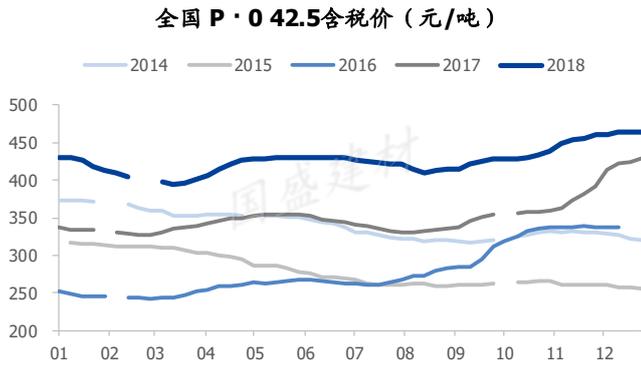
其中2018年在供给约束进一步强化的背景下，需求启动推动水泥行业景气上行，全国均价再次超过2010年高点创出新高。2018年前11个月全国水泥产量同比增长2.3%，较上半年加快2.9pct，其中西南、两广、长三角等需求表现良好，同比分别增长7.4%、6.5%和1.5%，泛京津冀需求也出现反弹，由2017年的下降4.3%转为前11个月的正增长1.6%。区域景气的分化仍在延续。长三角供需持续紧张，高标水泥均价已突破550元/吨；华南、西南水泥价格稳步上行，泛京津冀价格自下半年启动也有明显反弹，但东北、西北地区景气仍在中低位运行。

图表3：2015年以来全国水泥需求的两次转折



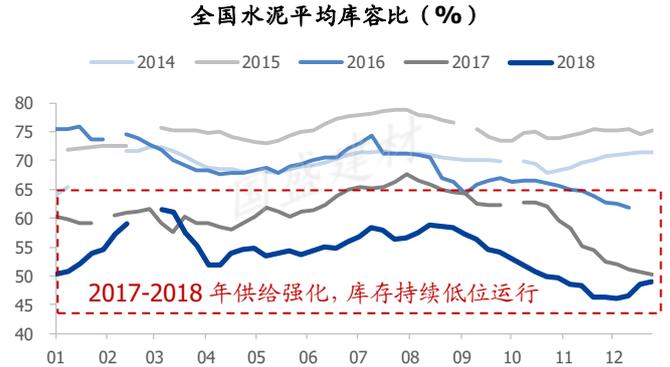
资料来源：Wind、数字水泥网、国盛证券研究所

图表4: 2016-2018年水泥价格中枢逐年上移



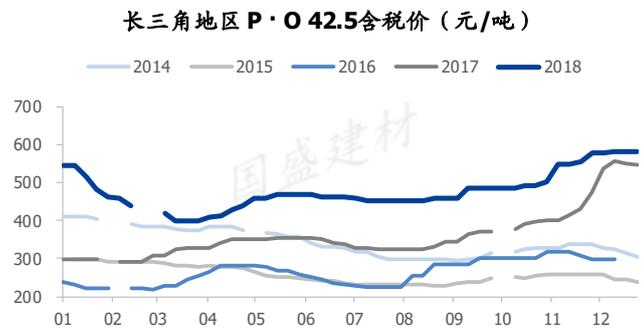
资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表5: 2017-2018年供给强化, 库存持续低位运行



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表6: 长三角地区水泥价格再创新高



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表7: 泛京津冀地区水泥价格下半年以来出现明显反弹



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表8: 长三角地区水泥库存中枢持续低位运行



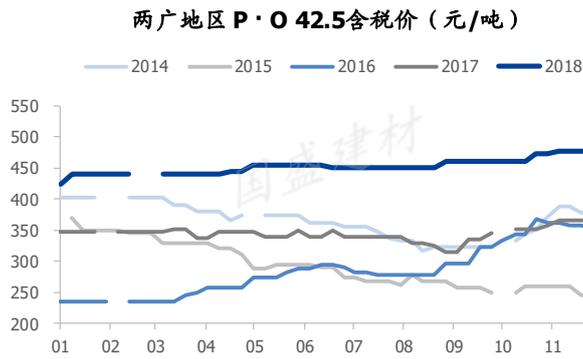
资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表9: 泛京津冀地区水泥库存中枢下行至50%左右



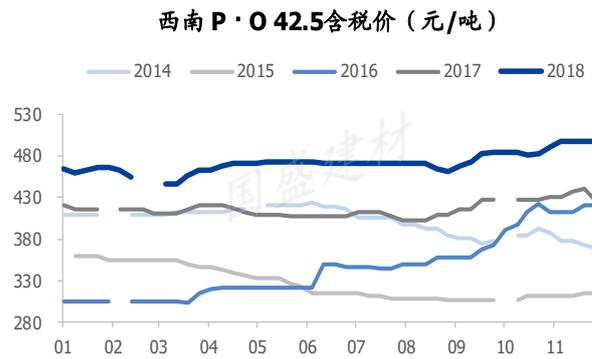
资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 10: 两广地区水泥价格稳步上行



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 11: 西南地区水泥价格高位运行

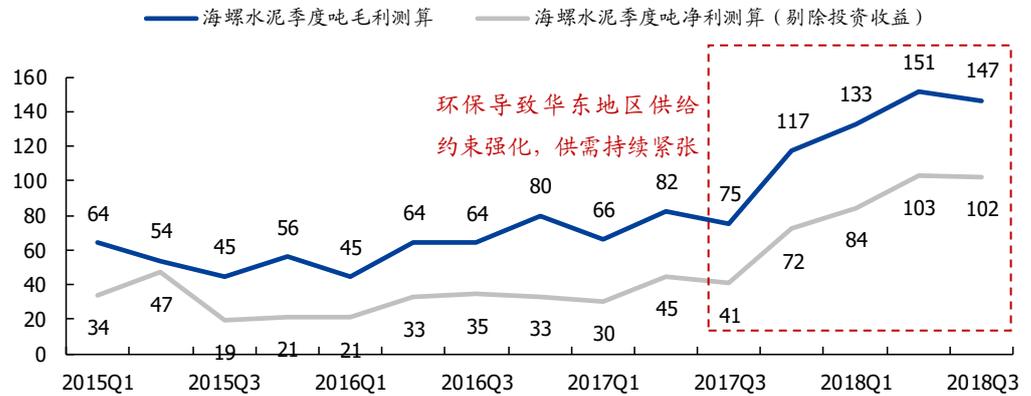


资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

此轮行业景气上升周期中以海螺、华新为代表的南方水泥企业显示了极强的业绩弹性，股价亦有突出表现。海螺水泥单吨毛利和净利自 2015 年 50 元、20 元的低点提升至 2018 年 150 元、100 元的水平。

回顾 2016 年到 2018 年，水泥板块演绎了多轮可观的行情，海螺水泥、华新水泥累计最大涨幅均超过 200%。其中 2018 年共有两轮明显贡献超额收益的机会。第一轮发生在 2018 年 1 月，行情由业绩预期驱动，2017 年四季度华东水泥价格大幅上涨突破 2010 年高点，2017 年四季度及 2018 年业绩预期大幅上修，上峰水泥、万年青领衔华东水泥股短期大幅上涨。第二轮发生在 2018 年 7-8 月，宏观政策调整强化基建稳增长预期，水泥板块出现集体上涨，北方水泥股开始表现出股价弹性。

图表 12: 海螺水泥 2015 年-2018 年水泥及熟料综合吨毛利、净利 (元) 变化



资料来源: 公司定期报告、国盛证券研究所

图表 13: 2016年-2018年水泥板块主要机会、个股股价走势回顾



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2、“投资稳增长”周期性重现，基建是结构性亮点

2.1、从去杠杆到稳杠杆，投资稳增长重现

2018年信用收缩加大基建、地产下行压力，基于应对经济增长压力以及宏观杠杆率调控角度，宏观主基调逐步转向“稳杠杆”。经历了前两年棚改货币化安置与PPP项目的政策刺激之后，2018年以来金融条件进一步收紧导致企业整体融资约束加强，信用收缩作用于基建端与地产端，基建投资增速下行，房地产开发资金来源增速亦较去年出现回落。在“去杠杆”持续两年已经见到成效的背景下，央行年初公开市场操作的连续净投放以及年内多次降准等操作下利率中枢出现明显下行，“宽货币”已经实现。7月以来无论是资管新规的微调还是更加积极的财政政策基调等变化说明政府稳经济政策出台和落地的节奏在加快，特别是出台了一系列改善民营企业融资的政策，“宽信用”政策有益于2019年融资环境的整体改善。

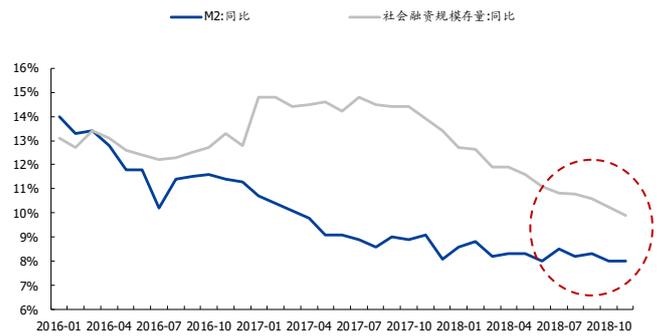
当前宽信用受阻需要通过投资吸收信用派生，且外部贸易摩擦提升投资的重要性，基建和地产将是政策的着力点，预计2019年宏观经济将周期性地迎来“投资稳增长”。

图表 14: 十年期国债收益率、Shibor(7d)已经出现明显下行



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 15: M2、社融同比增速的回落显示宽货币到宽信用的传导不顺畅



资料来源: Wind、国盛证券研究所

“基建稳增长”再次回归，受益于“宽信用”与财政支出扩张，有望加速。当前基建资金面仍有多个政策着力点：1) 中央财政有望继续发力，预计 2019 年赤字率将有所提升；2) 融资平台监管有望边际改善，保障融资平台合理融资需求，将稳定基建资金来源；3) 地方政府体内融资将进一步加大专项债发行力度及加快使用进度，2019 年有望在 2018 年新增 1.35 万亿专项债基础上继续加大新增发行额度。此外，在政策的大力推动下，基建信贷有望进一步疏通与扩大实际效果，尤其合规 PPP 贷款有望加快。前期稳基建政策有望逐渐产生效果，2019 年基建投资（不含电力等）增速有望加速至 8% 左右。

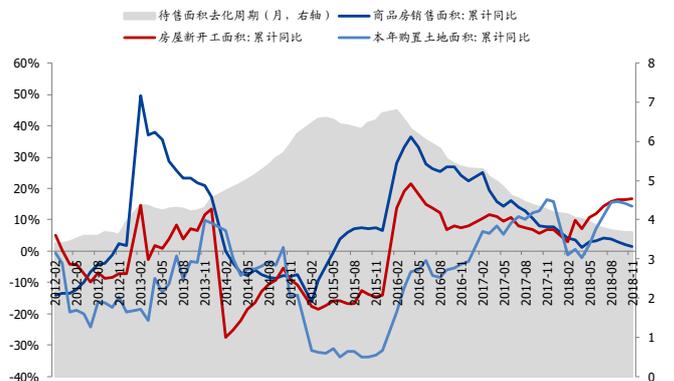
地产需求承压，但政策迎来边际变化。地产低库存以及未来需求的不确定性激励房企前置开工节奏，加大销售回款，因此 2018 年在销售下行的背景下房企拿地和新开工呈现高增长的态势。但销售景气度下行将逐步显现对土地购置以及新开工端的制约，销售端将成为 2019 年地产新开工的主导因素。一方面，在棚改货币化退出以及杠杆率制约下，三四线城市地产销售增速将延续回落的态势，全国销售或出现负增长，库存上行，制约房企拿地、开工意愿，而转向竣工。另一方面，在稳增长背景下，地产市场迎来调控政策的边际放松和信用环境的改善，目前部分城市销售政策已有边际调整，发改委外发 1806 号文支持优质企业发行企业债券直接融资，涵盖资产总额大于 1500 亿、营收大于 300 亿、资产负债率不超过行业重点监管线的优质地产企业，政策边际放松有望提振购房需求、改善企业融资。我们预计 2019 年地产投资平稳回落，地产投资增速或在 0-5% 之间。其中土地购置、新开工增速预计出现较大回落，拉动上游材料的建安工程投资预计“前高后低”。

图表 16: 2018 年以来基建增速下行较快，地产投资显现韧性



资料来源: Wind、国家统计局、国盛证券研究所

图表 17: 短期低库存下土地购置、房屋新开工增速维持高位，但未来销售下行带来一定库存压力



资料来源: Wind、国家统计局、国盛证券研究所

2.2、“稳增长”支撑水泥短期需求平稳运行

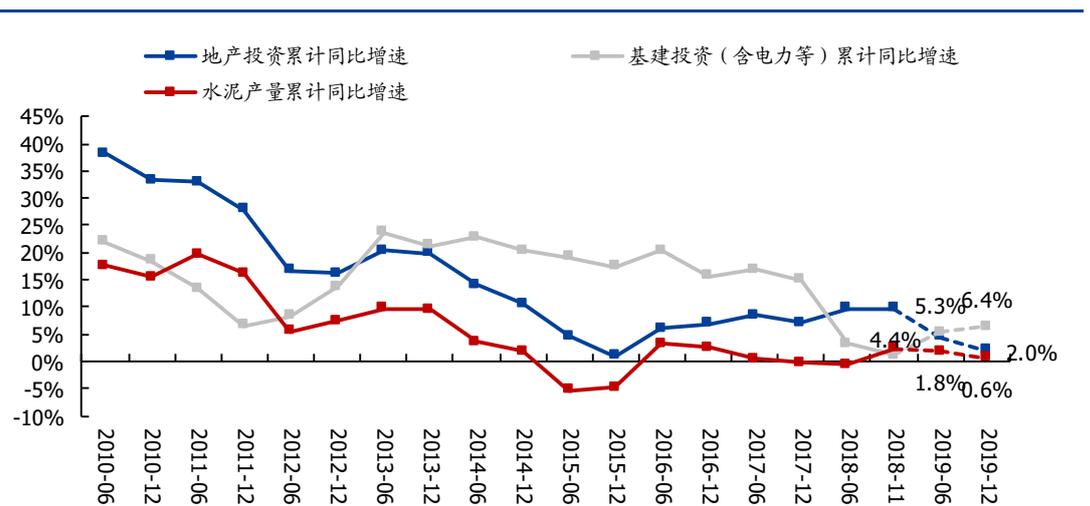
我们判断水泥需求短期较为平稳，中长期将呈现缓慢下降的趋势。预计全国上半年水泥产量增速在2%左右，全年水泥产量增速在1%左右。

图表 18: 2019 年全国水泥需求端测算

	固定资产投资额(亿元)	yoy	地产投资增速	基建(含电力等)投资增速	水泥产量(万吨)	yoy	单位固定资产投资对 应水泥产量 (万吨/亿元)
2012H1	150,710	20.4%	16.6%	8.3%	99,416	5.5%	0.660
2012	364,854	20.6%	16.2%	13.7%	218,405	7.4%	0.599
2013H1	181,318	20.1%	20.3%	23.7%	109,607	9.7%	0.605
2013	435,747	19.6%	19.8%	21.2%	241,440	9.6%	0.554
2014H1	212,770	17.3%	14.1%	22.8%	114,374	4.3%	0.538
2014	501,265	15.7%	10.5%	20.3%	247,614	2.6%	0.494
2015H1	237,132	11.4%	4.6%	19.2%	107,714	-5.8%	0.454
2015	551,590	10.0%	1.0%	17.3%	234,796	-5.2%	0.426
2016H1	258,360	9.0%	6.1%	20.3%	110,905	3.0%	0.429
2016	596,501	8.1%	6.9%	15.7%	240,295	2.3%	0.403
2017H1	280,605	8.6%	8.5%	16.9%	111,309	0.4%	0.397
2017	631,684	7.2%	7.0%	14.9%	231,625	-0.2%	0.370
2018H1	297,316	6.0%	9.7%	3.3%	99,708	-0.6%	0.335
2018E	671,499	6.3%	8.9%	1.6%	226,485	2.3%	0.337
2019H1(E)	318,425	7.1%	5.5%	5.1%	102,315	1.8%	0.321
2019E	715,818	6.6%	2.0%	6.4%	227,787	0.6%	0.318

资料来源: Wind、数字水泥网、国盛证券研究所

图表 19: 我们预计 2019 年水泥需求增长 0.6%左右



资料来源: Wind、国家统计局、国盛证券研究所

3、高景气带来供给侧新考验

3.1、水泥供给的“新常态”

与前几轮周期相比，2016年以来水泥供给侧已上升到新的阶段，在需求平台期成为驱动景气的关键因素：

一是新增产能规模锐减使得供给压力缓解、市场格局趋于稳定，得益于自2009年国发38号文以来抑制产能和重复建设的政策成效显著。年新增熟料设计产能从2010、2011年的2.48亿吨（对应2009年产能20.4%）、2.05亿吨（对应2010年产能的14.3%）减少至2016、2017年的2713万吨（对应2015年的1.5%）、2046万吨（对应2016年的1.1%）。

二是2015年错峰生产模式的推广和深化约束了产能发挥，提升了实际产能利用率，特别是缓解了北方个别省份产能严重过剩的问题，新一轮产业政策在去产量上取得成效。

三是行业集中度的提升以及行业性协调机制的优化（C12+3、区域市场协调组织）。上游矿山治理、物流整治、环保强化、市场整合等背景下，主导企业竞争优势凸显，对区域市场控制力增强，跨区域的水泥流动减少，行业在供给端的自律进一步优化。从2018年的情况来看，产能利用率四成左右的东北两度出现协同破裂但迅速修复，新疆地区在低产能利用率的背景下，2018年面临需求下滑20%的压力，但价格维持较高水平，显示供给侧的韧性在增强。

四是环保力度趋严增强对供给的约束，2017年以来华东地区地市级环保停产事件频发导致区域供给出现阶段性短缺。

图表 20：2018 年北方多个省市新成立的区域平台公司

平台公司名称	所在市场	出资方
吉林水泥集团	吉林	吉林亚泰出资 2,550 万元，持有其 51% 股权；唐山冀东水泥出资 1,428.5 万元，持有其 28.6% 股权；北方水泥出资 1,021.5 万元，持有其 20.4% 股权
内蒙古水泥集团	内蒙古	蒙西水泥、辽宁山水工源水泥、中联水泥、乌海赛马水泥、北方水泥、内蒙古万晨能源等 6 家企业共同出资 1 亿元组建
青海九凝建材	青海	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司、盐湖海纳化工有限公司、青海互助金圆水泥有限公司、青海新型建材工贸有限责任公司等 9 家企业共同出资设立
唐山市金石联合水泥产业发展平台	京津冀	金隅冀东、唐山建投、唐山圣龙、泓泰、燕东、飞龙、六九、弘也等 12 家企业共同出资设立
喀什联和惠泽	新疆	喀什天山水泥有限责任公司、喀什飞龙水泥有限责任公司、喀什红旗水泥有限责任公司、克州青松水泥有限责任公司、莎车上海建材隆基水泥有限公司、英吉沙山水水泥有限公司共同组建成立
黑龙江龙东水泥	黑龙江	鸡西赛龙水泥、双鸭山新时代水泥、延边瑞鼎经贸、鹤岗北方恒润经贸共同出资设立
黑龙江隆合建材	黑龙江	亚泰、金隅冀东、北方水泥等企业出资设立

资料来源：数字水泥网、中国水泥网、国盛证券研究所

3.2、新增产能维持低位，置换量逐渐增加

2018年新增熟料产能规模维持低位。考虑实际点火时间和产能爬坡，2019年产能冲击较小。2018年初以来已披露新点火的熟料生产线设计产能2043万吨，与2017年基本持平，主要集中在华南和西南地区。

但行业持续高景气激励产能置换放量，置换产能将从2019年下半年开始逐步释放，“僵尸”产能借机“复活”带来有效产能净新增的风险。随着年初工信部新的产能置换办法颁布实施，工信部门网站2018年内已公示置换项目达到25个，相关新建项目设计产能达到3443万吨，剔除已建成项目后新增产能可能仍超过2000万吨，特别是跨省置换项目的数量明显增多。置换产能的来源主要是规格小、效率低的窑线以及部分无效产能（“僵尸”生产线），减量置换要求下低效窑线置换退出部分产能，但“僵尸”产能复活净新增产能。随着前期产能置换新建项目进入投产密集期，2019年下半年之后的新增产能压力存在增大的风险，2020年是相对的高峰期，其中云贵、两广等新增产能较多的区域面临更大挑战。

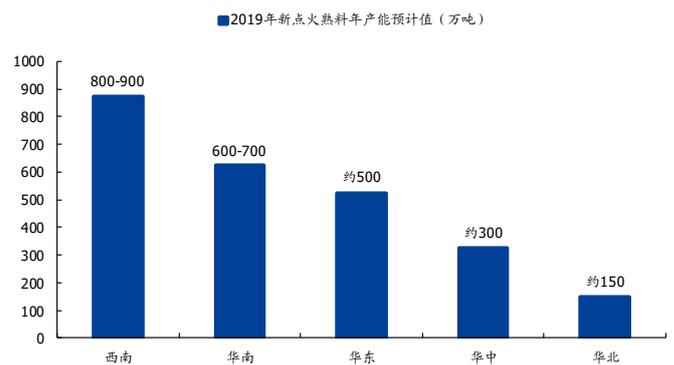
长期来看，当前全行业用于置换的潜力仍有4-5亿吨，其中具有置换可能性的无效产能规模预计在1.3亿吨左右，若全部按1.25-1.5的置换比例对应接近1亿吨新建产能，相当于目前全国产能的5%左右。

图表 21: 2018年全国新增水泥熟料产能规模预计将维持低位



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 22: 2019年全国新点火熟料产能规模最大的区域为西南、华南地区



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 23: 2018 年新点火熟料生产线列表

省区	项目名称	所在市县	产能规格 (t/d)	设计年产能 (万吨)	2017 年底设计产能 (万吨)	新增占比
山西	山西晋兴奥隆建材有限责任公司	忻州岢岚	5000	155	6516	2.4%
辽宁	北方水泥铁岭金刚公司	铁岭	5000	155	5122	3.0%
黑龙江	哈尔滨冀东水泥	哈尔滨	7200	223	2269	9.8%
湖南	湖南益阳东方水泥公司	益阳桃江	4000	124	7917	1.6%
江西	江西鹰鹏水泥(永丰红狮)	吉安永丰	5000	155	6501	2.4%
广东	广东春潭水泥制造有限公司	阳江阳春	5000	155	9874	1.6%
广西	广西恒庆建材(兴业红狮)	玉林兴业	5000	155	7682	2.0%
贵州	贵州永福贵水泥公司	遵义桐梓	6000	186		
贵州	贵州昊龙胜境建材	六盘水	5000	155		
贵州	贵州佛顶山水泥有限公司	铜仁石阡	3200	99		
贵州合计			14200	440	8584	5.1%
云南	云南壮山实业股份有限公司	文山	5000	155	9362	1.7%
甘肃	兰州甘草环保建材	兰州榆中	5000	155	4064	3.8%
西藏	华新山南三线	山南	2500	78		
西藏	华新高新雪莲二线	日喀则	3000	93		
西藏合计			5500	171	465	36.7%
其中						
泛京津冀			5000	155	37198	0.4%
长三角			0	0	23921	0.0%
两广			10000	310	17555	1.8%
全国合计				2043	182081	1.1%

资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 24: 2018 年各省公告水泥产能置换项目同比明显增加 (网站公示)

	产能退出省份	产能新增省份	项目名称	置换产能 t/d	新建产能	淘汰产能	置换类型	备注
1	甘肃	广西	合山虎鹰二期	5000	150	31	跨省置换	仅为部分指标
2	内蒙古、新疆	广西	合山虎鹰	5000	150	195	跨省置换	内蒙古 150 万吨、新疆 45 万吨, 新线已建成
3	浙江	广西	南宁红狮二期	5000	150	90	跨省置换	仅为部分指标
4	甘肃	贵州	镇远水泥项目	5000	150	21	跨省置换	仅为部分指标
5	贵州	贵州	正安黔北西南水泥	3200	96	120	省内置换	
6	贵州	贵州	铜仁西南水泥	4000	120	150	省内置换	
7	湖北	湖北	黄石基地		285	290	省内置换	
8	陕西	湖北	咸丰天鑫水泥项目	3200	96	24	跨省置换	仅为部分指标
9	湖南	湖南	新化海螺水泥项目	4000	120	56	省内置换	仅为部分指标 (其中 1875t/d 按 1.25:1 置换为 1500t/d)
10	浙江	江西	赣州万基水泥项目	4000	120	30	跨省置换	仅为部分指标
11	浙江	江西	玉山三清水泥项目	4000	120	30	跨省置换	仅为部分指标
12	宁夏	宁夏	宁夏建材红寺堡区大河乡水泥项目	5000	150	150	省内置换	
13	宁夏	宁夏	金昱元固原广拓能源	2500	75	76	省内置换	新线已建成
14	陕西	陕西	中材汉江水泥熟料项目	4500	135	135	省内置换	
15	陕西	陕西	铜川水泥项目	小于 8333	小于 250	375	省内置换	
16	陕西	西藏	八宿县海螺水泥项目	2500	75	75	跨省置换	
17	四川、重庆	西藏	日喀则高新雪莲项目	2500	75	75	跨省置换	四川 30 万吨、重庆 45 万吨, 新线已建成
18	重庆	西藏	山南华新项目	3000	90	90	跨省置换	新线已建成
19	安徽	云南	寻甸东山水泥项目	2500	75	19	跨省置换	仅为部分指标
20	云南	云南	祥云建云水泥项目	4800	144	180	省内置换	
21	浙江	云南	景谷红狮水泥项目	3000	90	105	跨省置换	
22	浙江	浙江	杭州山亚南方水泥有限公司优化升级项目	5000	150	225	省内置换	
23	浙江	浙江	建德南方水泥有限公司优化升级项目	5000	150	240	省内置换	
24	浙江	浙江	槐坎南方水泥项目	7500	225	450	省内置换	
25	重庆	重庆	富皇建材项目	4960	149	36	省内置换	仅为部分指标, 依托原有 4000t/d 线升级改造

资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 25: 2017-2018 年产能置换公示项目新增产能集中在南方地区

	2017 年公示项目				2018 年公示项目		
	设计产能 (万吨)	新建产能 (万吨)	淘汰产能 (万吨)	淘汰产能占比	新建产能 (万吨)	淘汰产能 (万吨)	淘汰产能占比
内蒙古	6860	90	105	1.5%	0	150	2.2%
江苏	7031	0	0	0.0%	0	100	1.4%
浙江	7223	0	0	0.0%	525	1170	16.2%
安徽	13656	0	0	0.0%	0	19	0.1%
江西	6659	429	435	6.5%	240	0	0.0%
湖北	6851	255	258	3.8%	381	290	4.2%
湖南	7902	200	230	2.9%	120	56	0.7%
广西	7620	0	0	0.0%	450	0	0.0%
重庆	5521	0	0	0.0%	149	171	3.1%
四川	11132	0	0	0.0%	0	30	0.3%
贵州	8584	360	361	4.2%	366	270	3.1%
云南	9533	885	905	9.5%	309	180	1.9%
西藏	465	120	0	0.0%	240	0	0.0%
泛京津冀	37589	0	218	0.6%	0	0	0.0%
长三角	27910	0	0	0.0%	525	1289	4.6%
两广	17546	0	0	0.0%	450	0	0.0%
全国合计	184881	2855	2956	1.6%	3390	3443	1.9%

资料来源: 数字水泥网、各地工信部门网站、国盛证券研究所

3.3、去产量: 高景气带来错峰考验, 环保施加刚性约束

“去产量”通过错峰停窑、临时性环保限产以及协同停窑等方式实现主动限产, 是在水泥行业未实现“去产能”之前建立供需动态平衡关系的有效手段, 也带来巨大的环保效益。政策禁止“一刀切”后差异化调控将是中长期方向, 短期执行上可能有反复, 特别是高盈利下行业错峰的难度加大, 错峰力度可能面临边际弱化。但“蓝天保卫战”下环保压力难以减弱, 大气污染治理使得水泥供给受到刚性约束, 环保限产幅度仍是供给的重要变量, 此外行业格局的优化也使得供给更具“韧性”。

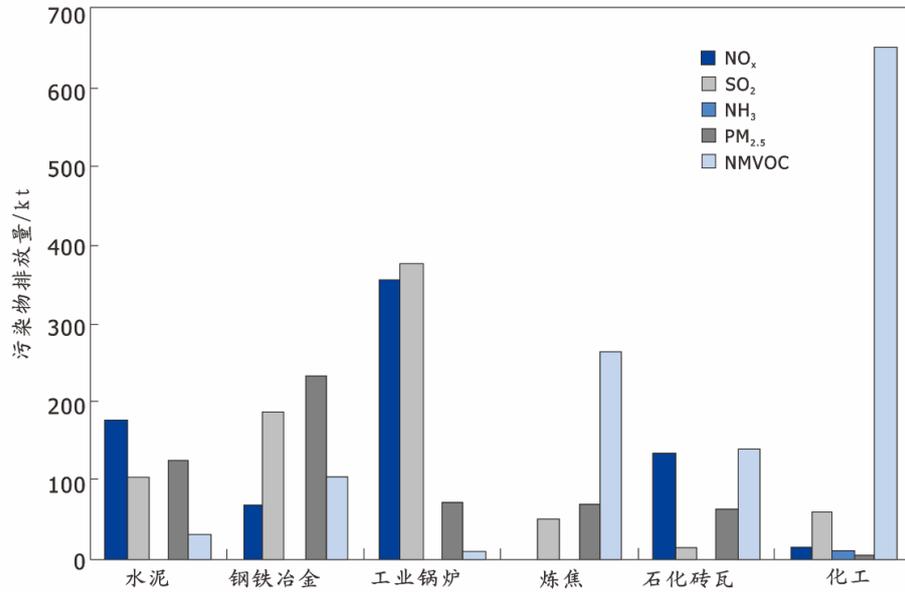
环保对供给侧的中期刚性约束难以弱化

“蓝天保卫战”承接“大气十条”进一步深化大气污染治理, 中期环保力度难以弱化。2017年《大气十条》目标完成后, 2018年6月国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》延续以颗粒物浓度降低为主要目标、同时降低重污染天数的思路, 明确2020年的目标和措施, 要求在二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比2015年下降15%以上; PM2.5未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上, 地级及以上城市空气质量优良天数比率达到80%, 重度及以上污染天数比率比2015年下降25%以上。

环保的刚性约束下水泥供给放松空间较为有限。以京津冀地区为例, 水泥行业是第二大

的PM2.5和氮氧化物排放第二大工业子部门。2017年各省PM2.5浓度虽已达到《大气十条》的要求，但仍相对2020年的考核指标有明显距离，其中华北地区PM2.5浓度仍然属于全国最高水平，环保任务重。我们判断中期环保政策特别是大气污染治理还会持续严格化，水泥行业作为“排放大户”仍然是空气质量管控的重点对象，产能发挥受到刚性约束。若原有采暖季错峰生产模式弱化，重污染天气应急管控等其他环保限产方式将发挥更重要的作用。

图表 26: 京津冀地区各工业子部门污染物排放量



资料来源:《环境科学》期刊、国盛证券研究所

图表 27: 重点省区 2017 年 PM2.5 平均浓度相对 2020 年目标仍有明显距离

	2020 年 pm2.5 目标	2015 年指标 μg/m ³	2017 年指标 μg/m ³	2017 较 2015 变化
河北	55 μg/m ³ (比 2015 年下降 28%以上)	77.3	65.6	-15.1%
山西	完成国家下达目标	56.2	62.5	11.2%
山东	比 2015 年改善 35%，消除大于 60 μg/m ³ 高值；7 个传输通道城市空气质量各项指标力争达到国家要求。	68.6	52.8	-23.0%
北京	各区平均 PM2.5 浓度目标为 51.1 μg/m ³	79.5	57.1	-28.2%
天津	52 μg/m ³	71.4	63.8	-10.6%
陕西	较 2015 年下降 15%	53.8	58.7	9.1%
安徽	PM2.5 未达标设区市浓度比 2015 年下降 18%以上	56.7	57	0.5%
新疆	自治区 2015 年 PM2.5 年均浓度未达标的 10 个城市和兵团 2 个城市 PM2.5 年均浓度的平均值较 2015 年下降 15%	54.3	56	3.1%
湖北	47 μg/m ³	66.4	53.4	-19.6%
江苏	46 μg/m ³	57.7	48.4	-16.1%
浙江	35 μg/m ³	48.2	39.5	-18.0%
广东	33 μg/m ³	33.8	33.4	-1.2%

资料来源: 各省市环保部门网站、绿色和平、国盛证券研究所

图表 28: 2017 年平均 PM2.5 排名全国前十的省区集中在华北

排名	省级行政区	2015 年全年 PM2.5 平均浓度 (微克/立方米)	2016 年全年 PM2.5 平均浓度 (微克/立方米)	2017 年全年 PM2.5 平均浓度 (微克/立方米)	PM2.5 浓度变化
1	河南	81.3	73.5	67.6	-8.1%
2	河北	76.8	70.4	65.6	-6.7%
3	天津	71.4	70.5	63.8	-9.5%
4	山西	56.2	60.1	62.5	4.0%
5	陕西	53.8	59.3	58.7	-1.0%
6	北京	79.5	72.0	57.1	-20.8%
7	安徽	56.7	53.1	57.0	7.4%
8	新疆	54.3	61.8	56.0	-9.4%
9	湖北	66.4	55.9	53.4	-4.5%
10	山东	68.6	59.9	52.8	-11.8%

资料来源: 绿色和平、国盛证券研究所

差异化调控将是中长期方向, 企业与区域之间迎来分化

环保与电价方面的差异化调控使得优质企业竞争优势增强。(1) 环保方面: 环保税与排污许可证共同建立了新的环保监管体系, 一是排放规范的大型企业不仅在污染治理设施成本分摊上存在一定优势, 而且更有可能享受到新出台政策带来的税收减免。二是而对于一些排放不规范或排污量较大的中小型企业, 成本的增加对生产造成压力。(2) 电价方面: 目前各省都出台各自的差别电价政策, 根据《水泥单位产品能源消耗限额》对能耗高的熟料、水泥、粉磨生产线实施阶梯电价, 电价加成 0~0.2 元/度。

错峰生产明确差异化导向, 企业和区域之间迎来进一步分化。环保政策禁止“一刀切”, 2018 年“2+26”城市秋冬季错峰生产明确了“差异化”导向, 将具体方案制定的权力下放到地市。当前出台的错峰政策引入排放水平等差异化评价指标, 设定了减少或者豁免条件。我们认为差异化调控将是中长期方向, 以提升行业的环保、质量、技术、安全与职业健康等水平为主, 优质企业将充分享受市场化、差异化的红利; 错峰方案放权给地市, 有利于各地根据经济发展、大气污染治理状况差异化施策, 结合地市层面蓝天保卫战考核。

图表 29: 已公布 2018-2019 错峰生产方案的重点省区错峰安排

		2017-2018 年度错峰安排		2018-2019 年度错峰安排	
区域	地区	采暖季错峰安排 (2017-2018 年度)	非采暖季错峰安排 (2018 年度)	采暖季错峰安排 (2018-2019 年度)	非采暖季错峰安排 (2019 年度)
华北	河北	2017.11.15-2018.3.15 期间实施错峰生产。	1. 全省水泥熟料企业自 8.10-8.20 实施停窑限产共 10 天。 2. 唐山地区: 2018.3.16-2018.11.14, 水	省级文件: 对承担协同处置城市垃圾、污泥、危险废物任务的企业, 冬季错峰生产集中停窑 60 天, 对承担居民供暖任务的企业, 在采暖季期间压减 30% 生产负荷	有所放松: 新增保障重点工程生产线减少错峰, 但去年执行不

		泥窑限产 30%，相当于停产 72 天。	(折合停窑 36 天)，待采暖季结束后补足错峰生产停窑天数的 70%，即补停 84 天，合计停窑 120 天。对承担保障重点工程项目任务的生产线，在采暖季期间集中停窑 75 天。 对非承担保民生任务企业及生产线，采暖季期间全部停窑，共 120 天。 对采暖季期间，地方政府要求另外停窑的，其停窑绩效计入本次错峰生产停窑。	到位	
	山西	2017.11.15-2018.3.15 进行冬春季错峰生产，各片区企业可根据政府相关要求及市场需求变化适当调整，但确保市场不少于 4 个月。	非采暖季错峰停产 60 天	采暖季 (2018.11.1-2019.3.31)：限定时间各市自行决定停产，目前时长 2 个半月、3 个月不等	放松
	内蒙古	2017.11.15-2018.3.15，停产时间为 4 个月。	从 5 月 16 日起执行夏秋季错峰停产，每隔一月停一次，时间为 30 天，旺季总体停窑时间为 80-100 天，直到冬季错峰生产开始。	呼伦贝尔市、兴安盟、通辽市、赤峰市：2018.11.15-2019.4.15 全面错峰生产； 其他地区：2018.11.15-2019.3.15 全面实行错峰生产	收紧：停窑时间延长
	辽宁	大连市：停窑时间 5 个月(自 2017.11.15 至 2018.4.15) 其他城市：停窑时间 6 个月 (2017.11.1-2018.4.30) (实际辽南停窑至 3.31，辽中停窑至 4.15，辽宁 5 月份补停窑 15 天)	6、7、8、9 每月错峰 15 天。	大连：2018.11.5-2019.4.5； 其他城市：2018.11.1-2019.4.30	维持：与去年实际停窑时间相当
东北	吉林	2017.11.1-2018.4.30 所有水泥熟料生产线全面错峰生产。	6、7、8、9 每月错峰 15 天。	所有生产线 2018.11.1-2019.3.31 期间全面停产。	维持：与去年实际停窑时间相当
	黑龙江	2017.11.1-2018.4.30 所有水泥熟料生产线全面错峰生产	6、7、8、9 每月错峰 15 天。	2018.10.20-2019.4.20 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毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但应适当降低水泥生产负荷。	维持
华东	山东	2017.11.15-2018.3.15 全省所有水泥生产线进行错峰生产。	非采暖季错峰总计 40 天	2018.11.15-2019.3.15，预计除通道城市以外，权力下放到地级市。 实际停窑率 80%，同比下降 9pct	有所放松：新增保民生及环保标杆企业减少错峰
中南	河南	京津冀大气污染传输通道城市于 2017.11.15-2018.3.15 全部停产。 其余：2017.11.15-2018.1.20，2018.2.11-2018.3.15	6.1-6.30、8.25-9.15 (开二停一)	2018.11.15-2019.3.15 执行错峰生产，达到超低排放标准(预计达到 50%以上比例)可豁免 2019 年 1-2 月的错峰生产。	放松：新增超低排放企业豁免
	广东	2018.2.1-2018.4.30 期间，春节前后停产 20 天；		春节前后：2910.1.1-4.30 所有熟料生产线分别停窑	维持

2018.5.1-2018.9.30, 停产 20 天。

20 天, 其中, 1-2 月、3-4 月分别停窑 10 天;

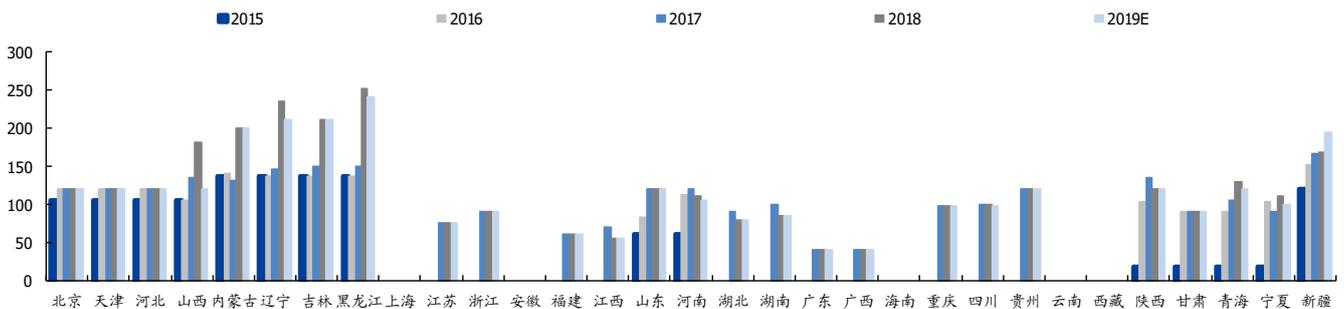
酷暑伏天和台风雨季季节: 6-8 月所有熟料生产线分别停窑 20 天。

9 月份视天气和市场情况决定是否再追加停窑 5-10 天。(实际控制人在广东省的水泥企业, 其目标市场在广东的省外生产线原则上也同步参与)

西北	陕西	2017.11.15-2018.3.15 冬防期间实施错峰生产。	关中地区在夏季(6.1-8.31)实施限产限产 30%左右, 以设计生产能力核算	2018.11.15-2019.3.15, 其中关中地区水泥(含特种水泥, 不含粉磨站)等建材行业全部实施停产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间实施停产。	维持
	甘肃	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日期间实施错峰生产, 停产 90 天		自 2018.11.1-2019.3.10 按计划停产 90 天。	维持
西北	青海	一般水泥生产线自 2017.12.1-2018.4.30 期间, 连续停窑 120 天; 利用电石渣生产水泥的生产线和开展水泥窑协同处置的生产水泥的生产线	7-9 月根据市场需求情况合计停产 30 天	2018.12.6-2019.4.5 时长为 4 个月	维持
	宁夏	2017.12.1-2018.6.30 累计停窑 120 天。			
西北	宁夏	2017.12.10-2018.3.20 严格执行错峰生产		2018.12.1-2019.3.10 实施错峰生产	收紧: 停窑时间延长 10 天
	新疆	和田: 共计 3 个月; 喀什、克州: 共计 4 个月; 阿克苏、巴州: 共计 5 个月; 乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子区域传统水泥生产企业(含塔城地区沙湾天山水泥有限公司和乌苏青松水泥有限公司): 共计 6 个半月; 其它地州市: 共计 5 个半月。		和田: 共计 4 个月; 喀什、克州: 共计 5 个月; 阿克苏、巴州: 共计 6 个月; 其他地州市: 共计 7 个月。	收紧: 各地停窑时间均有延长

资料来源: 地方政府网站、数字水泥网、国盛证券研究所

图表 30: 2015-2019 年各省区市错峰生产天数对比



资料来源: 数字水泥网、各省工信部门、国盛证券研究所

高景气下去产量面临新考验

豁免政策激励企业规避错峰限产，行业面临产量放松风险。短期达到豁免条件的企业比例有限，对供给的影响相对较小，但高景气背景下“超低排放”、协同处置豁免错峰等政策激励企业加速提升环保指标或新上协同处置项目以规避限产。这一问题需要相应的政策调整落地以保证产量约束的延续性，若现有政策未跟进调整，产量放松的风险可见。

持续的高景气增强企业生产意愿，提升协同难度。例如 2018 年东北地区因为内部供需矛盾激化与区域景气差距拉大，出现两次较短的协同破裂，虽然后续协同很快修复，但说明高景气背景下市场协同维护需要行业采用有力措施积极应对。

短期政策调整过程中执行层面可能会出现反复，但错峰生产在行业自律与政策保障下将继续发挥作用。水泥行业错峰生产脱胎于行业协同，在国办 2016 年 34 号文《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》与工信部、环保部《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》（工信部联原〔2016〕351 号）两大部委文件相继支持和保障后得到进一步规范化和严格化，不同于钢铁、焦化、有色和化工等行业因“2+26”城市环保治理展开的错峰生产。错峰生产是维护水泥行业健康发展的必要措施，将继续发挥作用。

3.4、去产能逐步推进，护航行业健康发展

水泥协会的《去产能行动计划（2017-2020 年）》提出 2020 年压减产能、提升产能利用率的明确目标，并且在加强去产量、推进市场化去产能和行政化去产能多方面提出“组合拳”。文件规划到 2020 年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，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%。

图表 31: 《水泥行业去产能计划（2017-2020）》提出系统性去产能措施

水泥行业去产能行动计划（2017-2020）主要内容

加强去产量	关于全面推进错峰生产的政策建议
	中国水泥协会市场价格行为自律指南（试行）
	水泥行业自律诚信体系建设行动方案
市场化去产能（软性）	关于坚决采取措施遏制新增产能的建议
	关于设立专项资金开展市场化去产能创新试点的建议
	关于组建省级水泥投资管理公司的方案
行政化去产能（硬性）	关于建立水泥产品质量追溯体系、加快淘汰落后水泥粉磨产能的建议
	水泥产能核定标准
	关于对违规建设项目进行专项督查与处置的办法

资料来源：中国水泥协会、国盛证券研究所

2018 年水泥行业去产能的重要进展之一是 PC32.5R 标准的取消，标志低标号水泥淘汰迈进了关键一步。取消 32.5 等级复合硅酸盐水泥有望增加 0.5 亿吨熟料使用量，提升全国产能利用率 2.5%，或在一定程度上缓解产能过剩问题。考虑到 P.C32.5R 产品在地产和农村建设领域用量占比相对较大，我们判断地产、农村需求占比较高的华东、华南区域更为受益于此次 P.C32.5R 产品的取消，熟料用量和产能利用率的提升幅度或更大。同时低标号水泥的逐步淘汰有助于行业集中度的提升，窑磨一体企业受益，独立粉磨站生存空间或进一步压缩。

长期来看，虽然水泥行业去产能的长效市场化机制仍未建立，但去产能专项资金等路径已经明确，并在稳步推进，落地后将为退出产能提供市场化通道。

图表 32: 2018 年淘汰低标号水泥取得新进展

时间	事件
2007 年 11 月	发布《通用硅酸盐水泥标准》(GB175-2007): 取消了 32.5 普通硅酸盐水泥标准, 保留了 32.5 等级复合水泥。
2014 年 12 月	发布《通用硅酸盐水泥标准》(GB175-2007) 国家第 2 号修改单: 将于 2015 年 12 月 1 日起正式实施取消 32.5 等级复合硅酸盐水泥, 同时保留了 P.C32.5R 水泥, 以及 32.5 等级的矿渣水泥、粉煤灰水泥、火山灰水泥等。
2016 年 5 月	国务院发布《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》34 号文: 停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥, 重点生产 42.5 及以上等级产品。
2016 年 11 月	新疆维吾尔自治区人民政府公布《新疆水泥行业稳增长调结构增效益实施方案》: 2017 年 5 月 1 日起, 取消全部 32.5 等级水泥, 全面提高水泥产品档次。
2016 年 12 月	中国建筑材料联合会、中国水泥协会、中国混凝土与水泥制品协会联合主办的“停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥动员大会”在北京召开, 公布《主动停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥倡议书》。全国水泥标准化技术委员会相关负责人介绍了取消 32.5 复合硅酸盐水泥进展及专用水泥新标准研究现状, 取消复合硅酸盐水泥 32.5 和 32.5R 强度等级在 GB175 新标准内。
2017 年 9 月	《通用硅酸盐水泥标准》(GB175-2007) 国家第 3 号修改单公示, 公示时间维持至 17 年 10 月 25 日, 其中第三号修改单指出: 修订取消 32.5R 等级复合水泥, 暂不取消矿渣、粉煤灰、火山灰 32.5 等级水泥。
2018 年 11 月	发布 GB175-2007《硅酸盐通用水泥》3 号修改单, 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。

资料来源: 国家标准委、水泥协会、国盛证券研究所

3.5、2019 年供应能力小幅增长

我们测算 2019 年全国扣除错峰后熟料供应能力同比小幅增长 1.7%, 主要因新增产能及个别地区的错峰豁免政策。根据目前各省市已经公布的错峰生产方案, 暂不考虑执行严格度的变化, 测算得到 2019 年全国扣除错峰生产后产能约为 15.01 亿吨, 同比增长 1.7%, 其中上半年同比增长 2.4%。泛京津冀地区由于河南等地的超低排放豁免政策的影响, 两广地区由于新增产能投放供应能力出现一定增长, 长三角地区预计供应能力与 2018 年持平。

图表 33: 2019 年扣除错峰后全国熟料供应能力小幅增长

扣除错峰后熟料供应能力 (万吨)						
区域	2018E	2019E	yoy	2018H1	2019H1(E)	yoy
全国	150142	152684	1.7%	67181	68776	2.4%
泛京津冀	25051	25783	2.9%	10934	11537	5.5%
长三角	24895	24895	0.0%	11493	11493	0.0%
两广	18206	18580	2.1%	8645	8822	2.0%

资料来源: 数字水泥网、各省工信部门、国盛证券研究所

4、2019年：景气回落至中高位，区域差异收敛

我们预计2019年全国水泥景气震荡回落至中高位，和2012年上半年快速下跌至低位将有所不同：

2019年景气中枢略下移，上半年不悲观，下半年不乐观。经历了地产销售、土地出让和基建投资加速下滑之后，“投资稳增长”周期性再度开启，我们预计2019年水泥需求上半年增长2%，全年增长0.6%左右，波动幅度明显小于过往周期。供给侧环保的刚性约束仍旧较强，但高景气下行业错峰略有松动，2019年下半年置换产能逐渐投放，我们测算2019年供给能力同比增长1.5%。中性情况下，运转率略有下降，景气中枢下行。下半年面临产能投放，需求可能周期性走弱，景气受到更大压制。

图表 34：2019 年全国水泥供需边际测算

	水泥产量 (万吨)	同比增速 (%)	熟料产量 (万吨)	熟料产量同比增 速(%)	熟料产能 (万吨)	熟料产能同比 增速(%)	扣除错峰后熟料产 能利用率(%)
2011	206,317	16.1	128,137	15.0	143,977		81.1
2012	218,405	7.4	127,854	1.0	159,835	11.0	72.9
2013	241,440	9.6	136,151	5.6	169,378	6.0	73.3
2014	247,614	1.8	141,665	2.9	177,308	4.7	72.8
2015	234,796	(4.9)	133,487	(6.0)	181,056	2.1	72.6
2016	240,295	2.5	137,614	3.1	183,206	1.2	76.9
2017	231,625	(0.2)	139,966	1.2	182,081	(0.6)	87.8
2018E	226,724	2.6	141,640	3.5	181,261	(0.5)	90.2
2019E	227,787	0.6	143,606	1.5	183,761	1.4	89.4

资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 35：2019 年全国及主要竞争区域供需预测（中性假设）

	理论供给预测——同比增速 (仅考虑政策变化导致错峰 停窑率、停窑时长的变化)		需求预测——同比增速		说明
	2019H1	2019	2019H1	2019	
京津冀	0.5%	0.2%	5.5%	4.9%	理论供给增速考虑山西、山东、河南差异化/豁免政策导致的错峰放松，未考虑环保、库容以及行业协同对水泥供给的约束 2018 年区域临时性环保停窑事件不可预测，假定 2019 年回归常态，致理论供给增长 区域新增产能投放致理论供给增长
泛京津冀	9.4%	3.8%	2.4%	1.7%	
长三角	1.7%	2.3%	2.3%	1.0%	
两广	3.0%	2.5%	3.2%	2.4%	
全国合计	1.8%	1.5%	1.8%	0.6%	

资料来源：数字水泥网、各省错峰方案、国盛证券研究所

图表 36: 2019 年全国及主要竞争区域供给预测 (分乐观、中性、悲观假设)

理论供给预测——同比增速 (乐观/中性/悲观)		
	2019H1	2019
京津冀	0.0%/0.5%/4.0%	0.0%/0.2%/3.5%
泛京津冀	5.5%/9.4%/12.2%	2.0%/3.8%/5.7%
长三角	0.0%/1.7%/2.3%	0.0%/2.3%/2.5%
两广	2.0%/3.0%/3.2%	2.1%/2.5%/3.0%
全国合计	0.9%/1.8%/2.4%	0.6%/1.5%/2.3%

乐观假设: 假定环保维持强约束, 对供给的限制没有出现边际放松

悲观假设: 假定非常规的供给约束幅度显著减弱

注释:

(1) 泛京津冀地区悲观情形下供给增速提高较多原因为假定差异化及豁免企业完全生产;

(2) 长三角与两广地区悲观情形下供给增速增加较少因为区域运转率较高, 供给释放潜力有限。

资料来源: 数字水泥网、各省错峰方案、国盛证券研究所

2019 年全国各区域景气的差异程度有望收敛, 北升南降, 京津冀区域尤好。2015 年以来南北方景气差异一直在扩大, 主要原因是需求南增北减, 从而南方产能运转率上升更快。在基建的推动下, 经历了 5 年水泥需求连续下滑之后, 北方 2019 年有望迎来增长, 运转率上升, 而南方运转率将略有下降, 南北方差异将收敛。

京津冀地区受益基建需求增量, 景气有望上行,供给在“蓝天保卫战”的要求下保持严格约束, 区域需求经历连续下滑后进入回升周期, 区域产能利用率持续提升推动量价齐升。

华东、华南、西南景气回落至中高水平,主要因为供给边际增加的压力。其中华东地区 2018 年因为地市环保限产导致的供给短缺不可持续, 且当前超高盈利状态导致外部冲击增强, 华南、西南 2019 年新增产能冲击逐步显现。我们判断三地景气水平或逐步回归至中高位的常态。

西北、东北景气有望平稳回升。区域经历多年需求下滑之后, 基建有望推动水泥需求回升, 在低盈利背景下主导企业维护协同意愿强烈, 异地置换有助于区域去产能, 产能利用率得到改善。

5、投资建议：看好基建稳增长，重视龙头水泥股的价值属性

5.1、看好基建稳增长，推荐冀东水泥

冀东水泥：被低估的华北龙头

基建是 2019 年需求结构性的亮点，京津冀属两大国家战略重叠区，水泥需求潜力大。短期来看，国务院批复总体规划，标志雄安新区前期规划工作进入“后半段”，短期有望步入建设期，城际重大交通基础设施项目与城市内部道路、轨道交通、房屋的建设将拉动水泥需求。目前注册金额 200 亿元的雄安集团债券成功发行首期，河北省政府发行 300 亿元地方债用于雄安新区建设，资金保障得到强化。在重大项目的启动与加速实施下，2018 年 1-11 月河北交运、仓储和邮政投资增速已加快至 23%。

中长期来看，京津冀一体化与雄安新区建设将加速区域基础设施完善与城市化进程，中期水泥市场容量有望提高 20%。

我们基于区域交通等基础设施完善以及区域城市化带来的需求对增量进行了测算，核心假设如下所列，目标年限为中期（2022 年）：1）区域内交通设施建设密度达到或超越长三角当前水平；2）区域内城镇化进程不断推进，城镇人口持续增长，城镇人口比重达到或超越长三角区域（基于区域经济增长、京津冀协同发展、首都功能疏解）；3）配套设施（地产、市政、产业等建设）跟上新增城镇人口需求。

图表 37：京津冀区域水泥消费量明显低于全国和周边地区水平

	面积(万平方千米)	占大陆比重	常住人口(万)	占我国大陆地区比重	2017年水泥产量(万吨)	占我国大陆地区比重	人均水泥消费量(吨)
北京	1.64	0.2%	2171	1.6%	374	0.2%	-
天津	1.19	0.1%	1557	1.1%	419	0.2%	-
河北	18.88	2.0%	7520	5.4%	8963	3.9%	-
山西	15.67	1.6%	3702	2.7%	3506	1.5%	0.95
山东	15.58	1.6%	10006	7.2%	15300	6.6%	1.53
河南	16.70	1.8%	9559	6.9%	14939	6.4%	1.56
京津冀合计	21.72	2.3%	11247	8.1%	9756	4.2%	0.87
泛京津冀合计	69.67	7.3%	34514	24.8%	43501	18.8%	1.26
中国大陆	950		139008		231,625		1.67

资料来源：地方统计公报、Wind、国盛证券研究所

图表 38: 京津冀现状交通线网密度与长三角有显著差距

	公路（剔除高速公路）密度（公里/万平方公里）	高速公路密度（公里/万平方公里）	铁路密度（公里/万平方公里）	运营速度 200km/h 以上 铁路密度（公里/万平方公里）
北京市	12945	618	771	85
天津市	12844	1049	892	262
河北省	9721	348	371	63
京津冀综合	10138	407	430	76
上海市	17846	1186	664	163
江苏省	14942	457	270	135
浙江省	11138	399	248	140
长三角综合	13184	453	272	138

资料来源：各地统计公报、国盛证券研究所

我们测算得到京津冀中期（2022年前）交通投资带来的水泥需求超过1.6亿吨（基于京津冀区域内交通基础设施密度提升的水泥需求测算），城镇化推进中期（2022年前）有望带来2.6亿吨的水泥需求，假定农村基础市场需求未来几年基本保持稳定，京津冀地区2018-2022年的水泥需求约为5.72亿吨，扣除2018年用量后年均需求量为1.18亿吨，较目前水平高20%左右。

图表 39: 京津冀中期（2022年）交通投资带来的水泥需求超过1.6亿吨

材料	测算依据	单位长度水泥用量（万吨/公里）	京津冀目前线路长度（扣除高速公路，公里）	目标线路长度（长三角同等密度）	目标与现状差值（公里）	中期建设里程估计（公里）	选取依据	对应水泥需求（万吨）
一般公路	C30 砼 0.2 立方/平 (每立方水 泥用量 0.43 吨) 平均 宽度 15 米	0.129	218982	284778 (地方十三五 规划目标 290000)	65796	71018	取较高值 (十三五 规划目标)	9161
高速公路	根据不同的 建设标准差 异较大	取平 均值 0.4-1.2	8792	9780 (地方十三五 规划目标 11732)	988	3000	取较高值 (十三五 规划目标)	2400
高速铁路	工程 经验	2.1	1632	2980 (地方十三五 规划目标 2760)	1348	1348	取较高值 (测算目 标差值)	2830
地铁/城市轨道 交通	工程 经验	3				606	取地铁建 设规划	1818
合计								16210

资料来源：中国水泥网、地方统计公报、地方十三五交通规划、国盛证券研究所

图表 40: 京津冀地区城镇化进程预测

	2017年城镇人口(万人)	城镇化人口比重	中期城镇化率目标预测(按长三角现状指标测算,预计2022年前完成)	中期城镇人口数量(万人,预计2022年前完成)	中长期城镇化率目标预测(韩国2017年城市化率,预计2030年达到)	中期城镇人口数量(万人,预计2030年达到)	中期城镇人口增量(万人)	中长期城镇人口增量(万人)
京津冀	7304.2	64.9%	71.3%	8019	81%	9110	715	1806

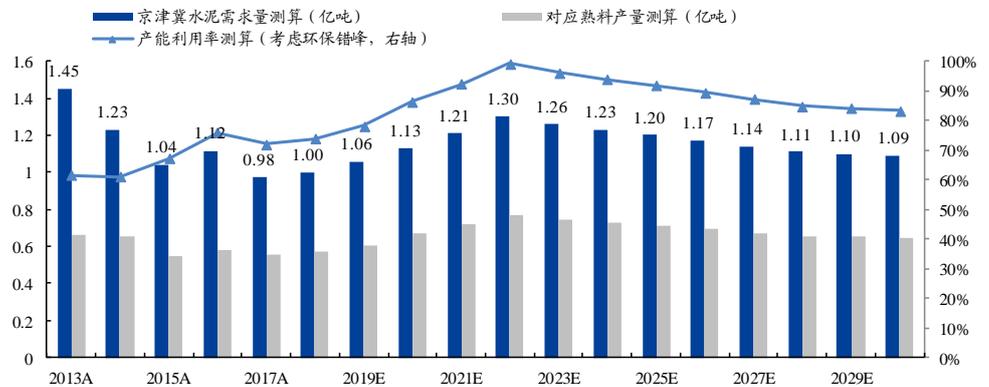
资料来源: 各地统计公报、国盛证券研究所

图表 41: 京津冀城镇化推进中期、长期有望带来 2.6 亿吨、6.6 亿吨的水泥需求

关键假设	人均住房面积(平方米)	居住面积占总建筑面积比例	单位面积水泥消耗系数(吨/平方)	住房需求/市政、产业建设需求
	30	66%	0.2	1:3
测算结果	中期城镇人口增量(万人)	对应地产及市政、产业水泥需求(万吨)	长期城镇人口增量(万人)	对应地产及市政、产业水泥需求(万吨)
	715	25999	1806	65671

资料来源: 公开资料、国盛证券研究所

图表 42: 2013-2030 年京津冀地区水泥需求与熟料产能利用率测算



资料来源: 国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

“蓝天保卫战”对供给侧施加强约束，金隅冀东整合后市场协同有效性进一步提升。一方面，京津冀及周边地区空气质量居全国末位，且相对 2020 年目标有明显距离，环保任务重，产能发挥受到大气污染治理的刚性约束，水泥供给侧放松的空间较为有限。另一方面，冀东金隅合并之后市场协同有效性和内部管理有效性均得到提高，后续唐山、吉林的水泥平台公司将正式运行，进一步优化市场格局。

京津冀市场供需边际明显改善，有望推动景气上行。京津冀因需求持续下滑激化供需矛盾，景气自 2011 年以来多年跑输全国。2016 年后供给侧已有明显改观，环保、错峰政

策对供给侧约束以及金隅冀东整合对区域格局的优化，为中期景气奠定了基础。随着区域水泥需求的回升，区域剔除环保错峰后产能利用率水平有望逐步恢复到90%以上，供需关系将持续改善。

我们预计2018-2020年冀东水泥综合吨净利将分别达到26元、40元和45元，对应归母净利润分别为15.69亿元、24.50亿元和28.67亿元，对应EPS分别为1.16、1.82和2.13元，1月4日收盘价对应PE 10.1、6.5和5.5倍。

图表 43: 冀东水泥 2018-2020 年盈利预测简表

	单位	2017	2018E	2019E	2020E
水泥及熟料综合销量	万吨	6001	9483	9957	10455
YOY			58%	5%	5%
吨均价	元	236	279	288	292
吨毛利	元	73	98	105	109
吨净利	元	2	26	40	45
少数股东损益占比		16%	37%	38%	39%
归母净利润	万元	11038	156862	245020	286747
EPS		0.08	1.16	1.82	2.13

备注:

1.2018年销量与少数股东损益占比变化因金隅合资公司并表所致

2.2019、2020年少数股东权益占比提高因京津冀区域盈利提升幅度高于全国

资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

5.2、利率下行期关注龙头水泥股的净现金流和高分红价值

长期来看，供给侧改革推动水泥行业集中度继续提升，产能利用率维持高位，盈利中枢较过去抬升而波动性下降，随着资本开支的下降，分红率有进一步提升的潜力，龙头水泥股高 ROE、高现金流和高分红价值属性凸显，推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青。

拉法基豪瑞、海德堡、CRH 水泥等国外龙头企业近年来采用较为稳定的股利政策，各年的每股派息保持稳中有升的趋势，分红率因盈利波动有所波动，但近几年来分红率均高于30%。

图表 44: 国外水泥龙头企业采用稳定股利政策

分红率/每股派息	2015	2016	2017
拉法基豪瑞	-/1.5 瑞士法郎	95.2%/2.0 瑞士法郎	85.1%/2.0 瑞士法郎
海德堡	30.5%/1.7 欧元	48.3%/1.8 欧元	41.1%/2.1 欧元
CRH	69.9%/0.625 欧元	43.5%/0.65 欧元	30.3%/0.68 欧元

资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

参考国外水泥龙头的股利政策，我们假定30%分红率是水泥企业在较高盈利下长期分红率的目标下限，以此保守测算南方水泥企业2018年、2019年股息率，均保持在5%以上，“类债”价值突显。

图表 45: 按国外企业 30%的分红率测算, 南方水泥股息率在 5%以上

代码	简称	1.4 收盘价	EPS			分红率		股息率	
			2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2019E
600585.SH	海螺水泥	28.40	5.74	5.25	40%	30%	30%	6.07%	5.54%
600801.SH	华新水泥	16.05	3.41	3.21	20%	30%	30%	6.37%	5.99%
000672.SZ	上峰水泥	8.50	1.78	1.65	10%	20%	30%	4.19%	5.81%
000789.SZ	万年青	10.68	2.07	1.88	46%	30%	30%	5.83%	5.29%

资料来源: Wind、公司年报、国盛证券研究所

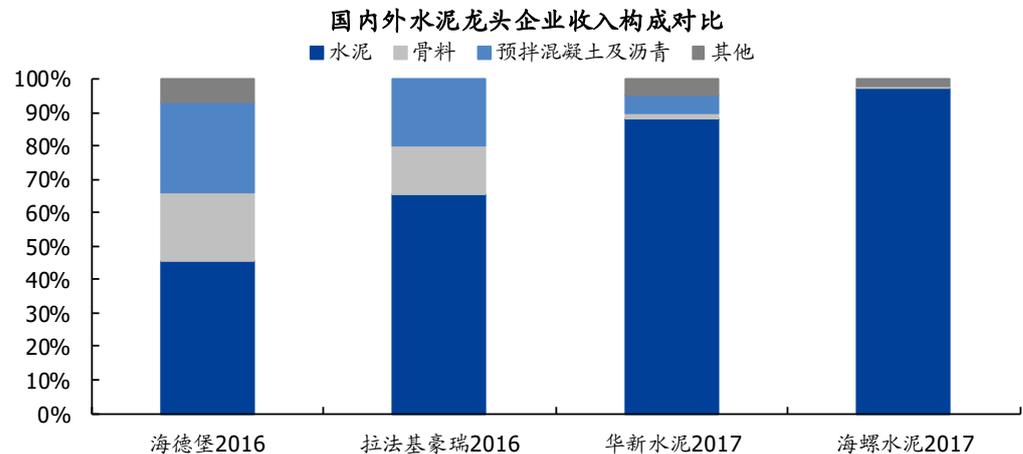
海螺水泥: 长期价值被低估

优质资源叠加优秀管理造就不可复制的成本优势。(1) 优质矿山储量大, 原材料成本低廉, 随着国家对山石资源管控增强, 石灰石资源价值大幅提升。(2) 享有稀缺的优质码头资源, 物流环节优势突出。(3) 高运转率+低固定资产净值使得单位固定开支亦低于同行。

全球拓展及产业链延伸(骨料、混凝土)潜力大。(1) 海外加快布局, 中期规划形成 5000 万吨海外产能。(2) 快速发展骨料, 依托 100 多亿吨的矿山储备资源量, 中期规划达到 1 亿吨产能。(3) 试水混凝土这一容量接近水泥的市场, 随着行业逐渐规范, 叠加水泥企业产业链优势, 具备可观潜力。

净现金流价值可观, 长期价值被低估。保守假设下(如下表所示)假定海螺水泥长期盈利的底部为 150 亿元, 我们依据公司当前资本成本测算出公司权益净现金流价值为 2467 亿元, 显著高于当前股票市值, 长期价值明显低估。

图表 46: 国外水泥龙头企业产业链延伸取得突出成果



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

图表 47: 海螺水泥净现金流价值测算

项目(单位:百万元)	预测 FCFF			过渡阶段 (10年)	永续阶段 FCFF
	2018E	2019E	2020E	2021-2030	2031-
EBIT	39,462.22	35,819.78	29,121.43	-	
财务费用	-355.21	-572.03	-712.36	-	
加: 税后利息费用	-274.35	-441.38	-549.66	-	
息前税后利润 (NOPLAT)	30,479.70	27,638.72	22,470.23	-	15,000.00
加: 折旧与摊销	4,380.61	4,689.79	4,984.06	-	3,000.00
营业现金毛流量	34,860.31	32,328.51	27,454.30	-	18,000.00
减: 营运资本投资	505.11	-450.39	-1,320.11	-	0.00
经营现金净流量	34,355.20	32,778.90	28,774.41	-	18,000.00
减: 资本支出	5,000.00	4,500.00	4,100.00	-	3,000.00
FCFF	29,355.20	28,278.90	24,674.41	(假定 FCFF 恒定速度递 减)	15,000.00
现值 PV	29,355.20	26,191.44	21,166.08	109,066.39	74,988.68
现值合计	260,767.80				
债务价值	10,611.84				
少数股东权益	3,440.60				
公司内在价值	246,715.36				

其他假设:

WACC=7.97%

(beta=1.073: 选取近三年平均 beta, 无风险利率=3%, 市场预期收益率=8%)

永续 FCFF=15000: 此处选取保守假设。存量市场中海螺水泥维持单吨 20-30 元的成本优势, 水泥行业维持 5%-10% 的合理利润率), 销量保守假设不变 (考虑水泥需求下滑、公司份额提升+海外扩张)

资料来源: Wind、国盛证券研究所

风险提示

下游基建、地产需求面临宏观政策反复风险

基建、地产市场是水泥需求的两个重要构成部分。近年来以供给侧改革为主线，房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控，基建投资受到去杠杆、化解地方债务风险、整顿 PPP 项目等多重压力，宏观政策的反复可能造成下游需求的超预期波动。

环保超预期放松的风险

随着经济持续减速，环保取得阶段性成果，稳增长要求下环保若出现阶段性边际放松，供给可能出现较大幅度增长。

行业竞合态势恶化的风险

随着新增产能投放，外部供给进入持续放大，市场竞合心态可能超预期恶化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com