

跟随大政策，落子优质区

⑤ 基建触底反弹，固定资产投资企稳

针对基建投资失速过快的问题，2018 年下半年政府出台多项托底举措。基建将很有可能 2019 年成为维稳经济的重要手段。2019 年随着去杠杆转向稳杠杆，基建投资增速有望反弹，带动整体投资筑底回升。

⑤ 房地产投资中低速增长，政策相对友好

2018 房地产整体坚持“房住不炒”的总基调，但由于经济下行压力加大，部分地区、部分政策出现松动。预计 2019 年政策环境将有所改善。2019 年全国房地产市场将呈现“新开工、投资中低速增长”的特点。

⑤ 供给端边际放松概率较大

2018 年水泥行业充分享受了供给侧结构性改革带来的红利。但行业在高盈利情况下，越来越多的置换产能方案试图突破政策限制。错峰生产也面临超低排放课豁免停产的挑战。据中国水泥协会初步统计，预计 2019 年仍将会有 2500 万吨左右产能新点火。

⑤ 需求端：区域差异大，关注协同发展和补短板投资承接地

伴随经济进入新时期，我国水泥行业整体上从高速增长期转入平台发展期，我们预计 2019 年水泥产量 21.8 亿吨，同比基本持平。2019 年政策对于基建补短板主要偏向中西部地区和区域协同发展区域。我们预计中西部地区以及京津冀，长三角，粤港澳大湾区的水泥需求将在投资拉动下优于其他区域，在相关区域内有产能分布的水泥企业将显著受益。

⑤ 区域价格差拉大，关注低价区的价格恢复机会

2018 年水泥价格大幅上扬，创历史新高。六大区间最大差价达到 153 元/吨，价差较 2017 年的 130.4 元/吨扩大 22.6 元/吨。关注低价区的价格恢复带来投资机会。

⑤ 投资建议

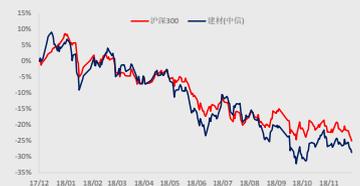
基建投资反弹是建材行业 2019 年投资博弈的重点，投资思路跟随大政策，落子优区域，关注全国产能布局以及在投资重点加码区有竞争优势标的。给予行业中性评级，推荐海螺水泥(600585)、冀东水泥(000401)、华新水泥(600801)和塔牌集团(002233)。

⑤ 风险提示

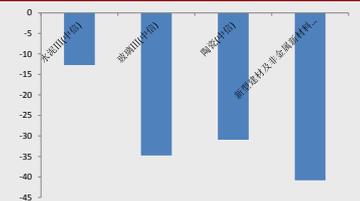
1、基建投资不达预期；2、PPP 政策落地不达预期；3、行业去产能进程不达预期；4、原材料价格大幅上涨

中性（维持）

市场表现 截至 2018.12.21



子板块市场表现 年初-12.21



分析师：贺众营

执业证书号：S1490514050001

电话：010- 85556195

邮箱：hezongying@hrsec.com.cn

证券研究报告

目录

一、2018 年建材板块行情回顾.....	5
1、建材及主要细分行业 2018 年全年涨幅对比.....	5
2、建材及主要细分行业估值比较.....	6
二、2019 年行业运行环境趋势及展望.....	7
1、基建触底反弹，固定资产投资企稳.....	7
2、房地产投资中低速增长，政策相对友好.....	13
三、2019 年行业投资思路：跟随大政策，落子优区域.....	16
1、供给端边际放松概率较大.....	16
2、需求端：区域差异大，关注协同发展和补短板投资承接地.....	18
3、区域价格差拉大，关注低价区的价格恢复机会.....	21
4、低库存为淡季价格回调提供支持.....	23
四、重点公司估值及投资评级.....	25
1、海螺水泥：基业长青.....	25
2、冀东水泥：迎来自雄安新区和北京副中心实质性的开工建设期段.....	25
3、华新水泥：中西部基建投资加码的受益者.....	26
4、塔牌集团：深耕小区域，产能优势再扩大.....	26
五、风险提示.....	27

图表目录

图表 1: 2018 年建材板块涨跌对比 (截至 12 月 21 日)	5
图表 2: 2018 年建材板块涨跌对比 (截至 12 月 21 日)	5
图表 3: 2018 年建材板块涨跌对比 (截至 12 月 21 日)	5
图表 4: 2018 年建材板块涨跌对比 (截至 12 月 21 日)	5
图表 5: 建材行业估值比较 (PE)	6
图表 6: 建材行业估值比较 (PB)	6
图表 7: 水泥行业估值比较 (PE)	6
图表 8: 水泥行业估值比较 (PB)	6
图表 9: 2010-2018 年固定资产投资及增速	7
图表 10: 2018 年 1-11 月固定资产投资增速	7
图表 11: 2010-2018 年固定资产投资分项增速 (%)	8
图表 12: 2018 年 1-11 月各省固定资产投资增速 (%)	8
图表 13: 2018 年 1-11 月各省固定资产投资增速 (%)	9
图表 14: 近年来基建投资累计增速	9
图表 15: 2017-2018 年 1-11 月基建投资当月增速	9
图表 16: 近年来基建投资分项累计增速	10
图表 17: 2017-2018 年 1-11 月基建投资分项当月增速	10
图表 18: 2018 年下半年稳增长涉及基建投资的政策一览	11
图表 19: 基础设施领域补短板九大领域	12
图表 20: 2018 年 1-10 月 PPP 项目投资阶段结构	13
图表 21: 2010-2018 年房地产投资及增速	13
图表 22: 2018 年 1-11 月房地产投资增速	13
图表 23: 2018 年 1-11 月各省房地产投资增速	14
图表 24: 2018 年 1-11 月各省房地产投资增速 (%)	15
图表 25: 2018 年 1-11 月房屋施工面积增速	15
图表 26: 2018 年 1-11 月房屋新开工面积增速	15
图表 27: 2018 年 1-11 月房屋竣工面积增速	16
图表 28: 2018 年 1-11 月商品房销售面积增速	16
图表 29: 2010-2018 年水泥熟料产能及增速	17
图表 30: 2010-2018 年新增熟料产能及生产线	17
图表 31: 2018 年各省新增熟料生产线及产能分布	18
图表 32: 2010-2018 年水泥产量及增速	19
图表 33: 2018 年 1-11 月水泥产量增速	19
图表 34: 2018 年 1-11 月各省水泥产量增速	19
图表 35: 2018 年 1-11 月各省水泥产量增速	20
图表 36: 2019 年水泥需求预测	21
图表 37: 2010-2018 年水泥价格走势	21
图表 38: 2018 年 1-11 月各省水泥价格	22
图表 39: 2018 年 11 月各省水泥价格	23

图表 40: 2018 年 11 月六大区水泥价格涨幅	23
图表 41: 2018 年 11 月各省水泥价格涨幅	23
图表 42: 2018 年水泥价格及库存走势	24
图表 43: 2013-年 2018 年水泥行业利润及增速	25
图表 44: 重点公司盈利预测、估值与投资评级	27

一、2018 年建材板块行情回顾

1、建材及主要细分行业 2018 年全年涨幅对比

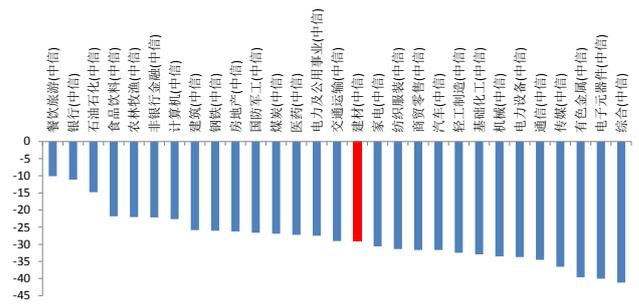
2018 年（截止 12 月 21 日）中信建材板块呈震荡下行的走势，全年行业录得-29.14%的跌幅，大于沪深 300 指数-24.84%的跌幅，超额收益为-4.3%。从各月份来看，全年仅在 1 月初走势显著强于沪深 300 指数。在 31 个中信行业板块中跌幅居第 14 位，居中间位置。

图表 1：2018 年建材板块涨跌对比（截至 12 月 21 日）



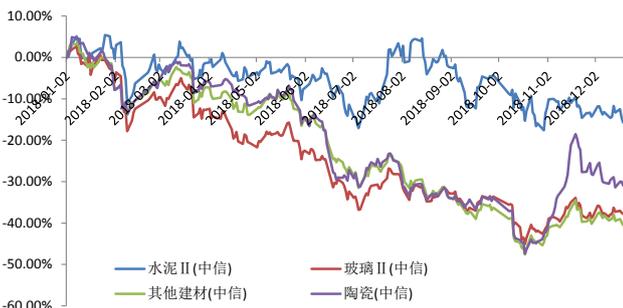
数据来源：Wind、华融证券市场研究部

图表 2：2018 年建材板块涨跌对比（截至 12 月 21 日）



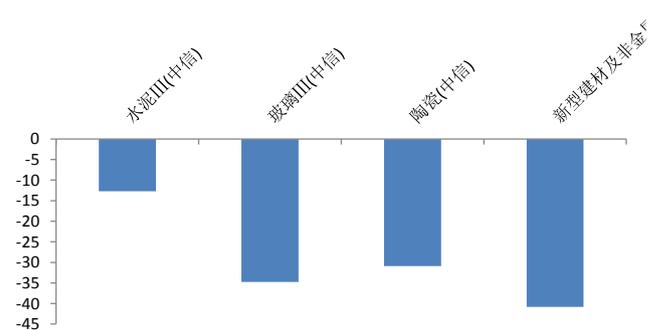
建材各细分行业中水泥行业走势相对更强，截止 12 月 21 日，水泥行业录得的-12.7%的跌幅，陶瓷行业录得-30.90%跌幅，玻璃行业录得-34.77%的跌幅，新型建材及非金属新材料行业录得-40.81%跌幅。

图表 3：2018 年建材板块涨跌对比（截至 12 月 21 日）



数据来源：Wind、华融证券市场研究部

图表 4：2018 年建材板块涨跌对比（截至 12 月 21 日）



2、建材及主要细分行业估值比较

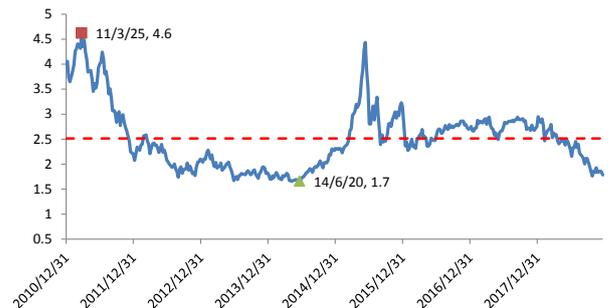
截至 12 月 21 日，建材板块整体 PE(TTM)为 10.38 倍，沪深 300 指数整体 PE(TTM)为 10.14 倍，估值溢价率为 2.36%。建材行业市盈率在 10 月创下了 2010 年以来的新低，录得 10.2 倍的估值，当前行业估值处于历史底部。

建材板块整体 PB(LF)为 1.78 倍，沪深 300 指数整体 PB(LF)为 1.26 倍，估值溢价率为 5.89%。行业 PB 估值 2010 年以来的低点是 2014 年 6 月的 1.7 倍，当前估值略高于最低点，处于底部区域。

图表 5：建材行业估值比较 (PE)



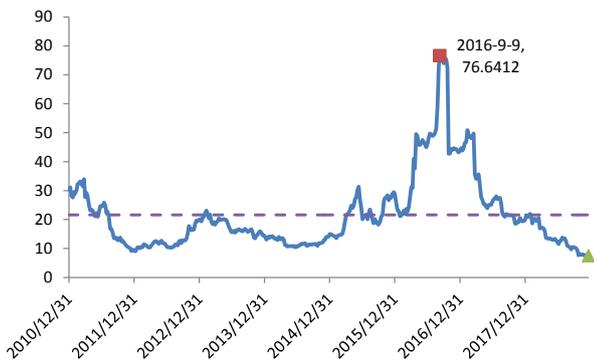
图表 6：建材行业估值比较 (PB)



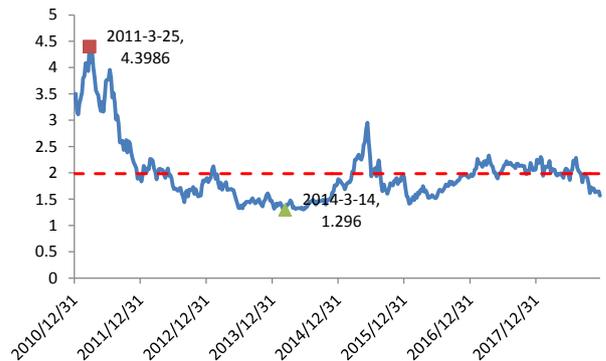
数据来源：Wind、华融证券市场研究部

主要细分行业看，截至 12 月 21 日，水泥板块整体 PE(TTM)为 7.37 倍，整体 PB(LF)为 1.56 倍。水泥行业的市盈率处于 2010 年以来的底部，市净率略高于 2011 年 3 月的 1.3 倍历史低位。

图表 7：水泥行业估值比较 (PE)



图表 8：水泥行业估值比较 (PB)



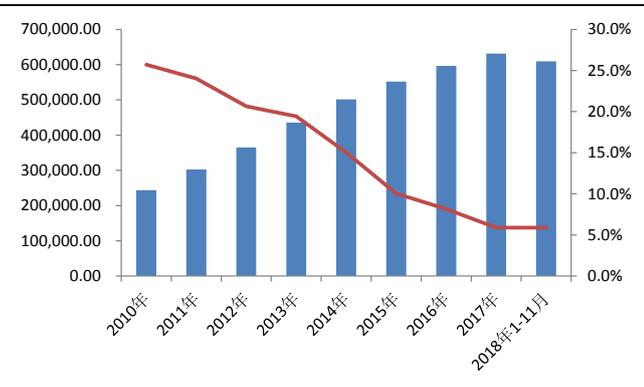
数据来源：Wind、华融证券市场研究部

二、2019 年行业运行环境趋势及展望

1、基建触底反弹，固定资产投资企稳

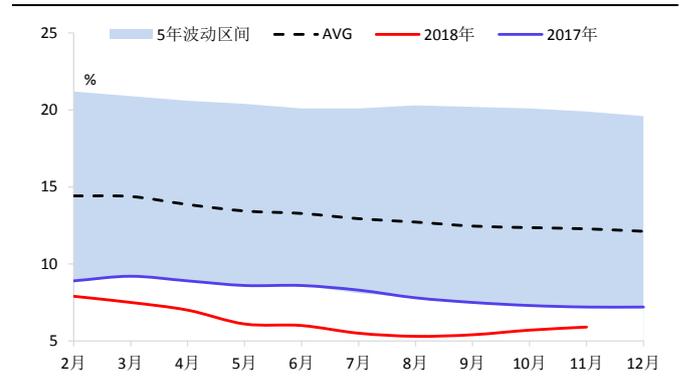
2018 年，房地产、制造业投资表现良好，但无法抵消基建失速下滑的拖累，固定资产投资增速依然保持低位，但已出现一定企稳迹象。受去杠杆政策推进、地方政府债务风险以及规范 PPP 项目等多重因素影响，2018 年固定资产投资持续低位，8 月固定资产投资以 5.3% 的增长创下 1999 年 12 月以来的新低记录。基建投资下滑是拖累固定资产投资下滑的主要原因，不包含电力的基建投资累计增速从年初的 16.1% 下滑至 11 月的 3.7%。

图表 9：2010-2018 年固定资产投资及增速



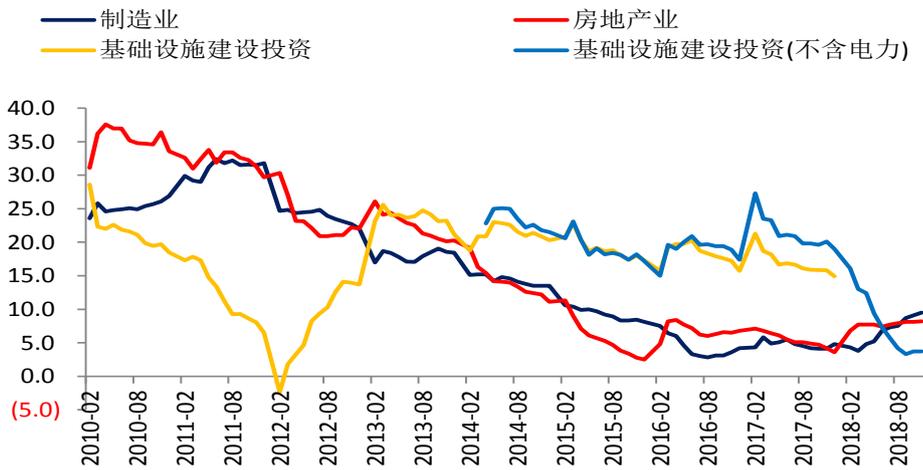
数据来源：Wind、华融证券市场研究部

图表 10：2018 年 1-11 月固定资产投资增速



2018 年 1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）609267 亿元，同比增长 5.9%，增速比 1-10 月份回升 0.2 个百分点。从环比速度看，11 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.46%。

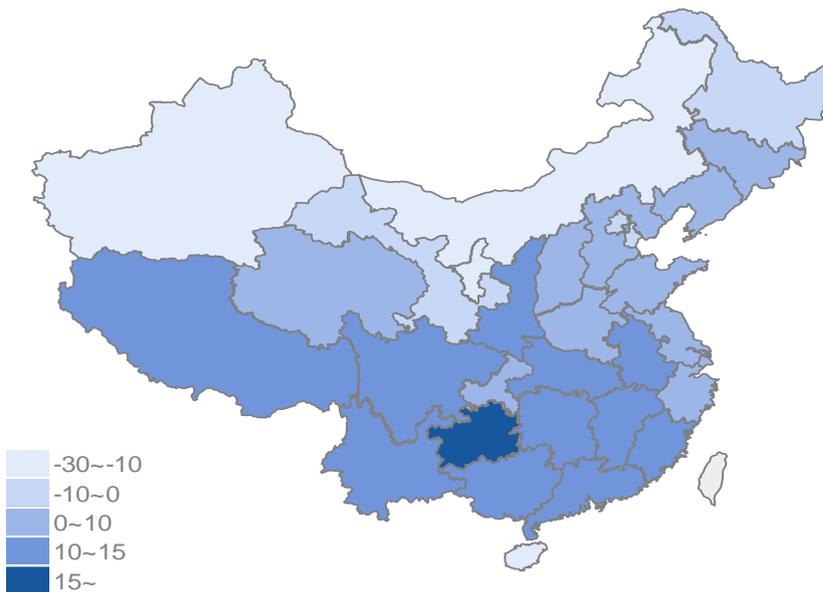
图表 11: 2010-2018 年固定资产投资分项增速 (%)



数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理

分地区看, 东部地区投资同比增长 5.8%, 增速与 1-10 月份持平; 中部地区投资增长 10%, 增速提高 0.1 个百分点; 西部地区投资增长 3.9%, 增速提高 0.7 个百分点; 东北地区投资增长 0.7%, 增速回落 0.2 个百分点。

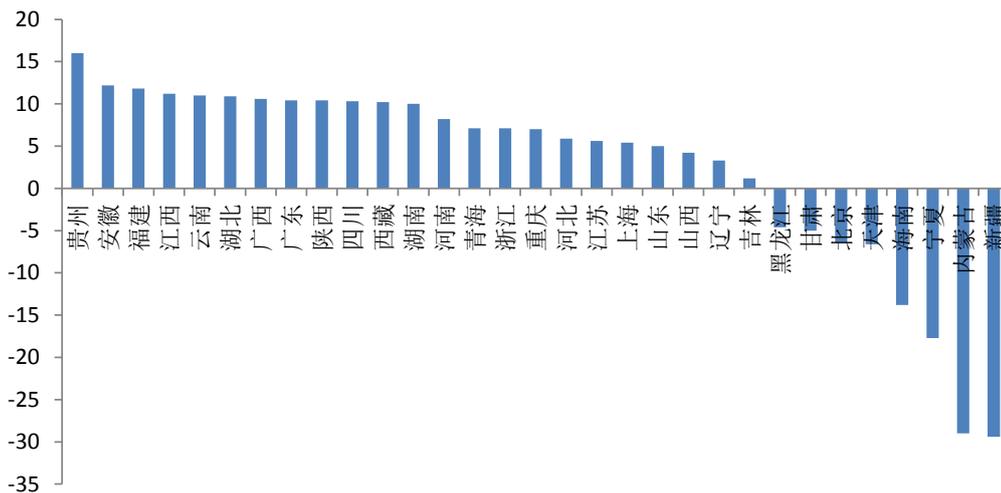
图表 12: 2018 年 1-11 月各省固定资产投资增速(%)



数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理

中部地区的西南和华东地区成为固定资产投资高地，1-11月固定资产投资前十名中，西南地区贵州、云南、四川三省分别位列第一、五和十位，华东地区安徽、福建、江西三省分列第二、三、四位。国家加大对中西部地区的扶贫开发投资及基础设施投资是地区固定资产投资高企的主要原因。

图表 13：2018 年 1-11 月各省固定资产投资增速(%)



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

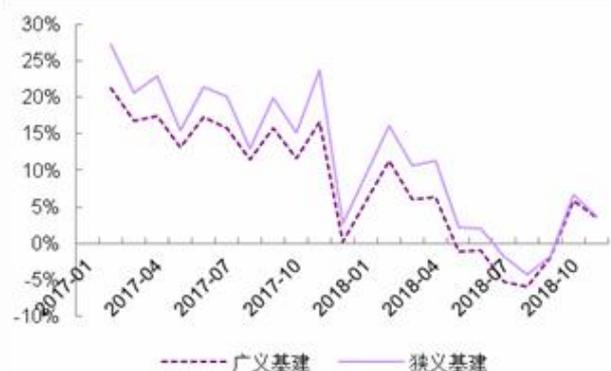
截至 2018 年 11 月，广义/狭义基建投资累计同比增速约为 1.2%/3.7%。2018 年 11 月，广义/狭义基建投资单月增速分别为 3.5%/3.7%。其中，基建投资三大方向电力等、交运等、公用等单 11 月投资增速分别为-1.2%、3.7%、4.9%。

图表 14：近年来基建投资累计增速



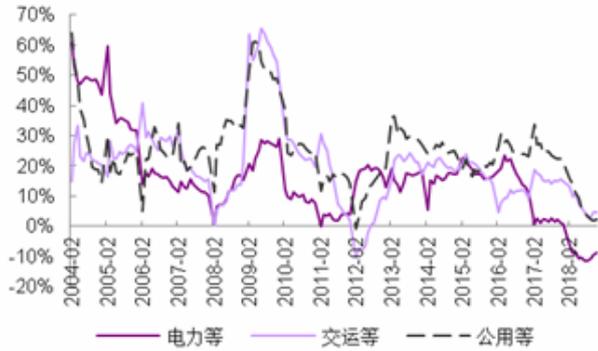
数据来源：Wind、华融证券市场研究部

图表 15：2017-2018 年 1-11 月基建投资当月增速



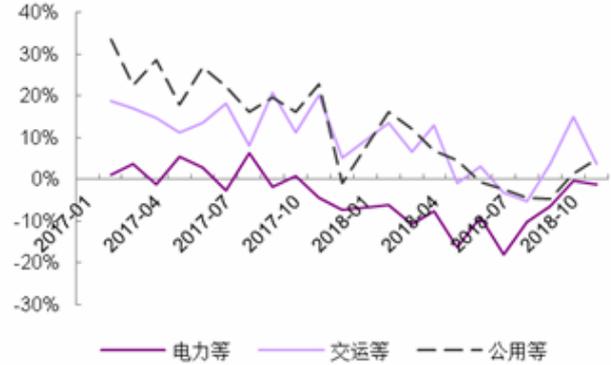
截至 2018 年 11 月，基建投资三大方向中，电力、交运及公用方向投资累计同比增速约为-8.8%、4.5%、2.4%。单 11 月，电力、交运及公用方向同比增速约-1.2%、3.7%、4.9%，单月同比增速边际均改善。

图表 16: 近年来基建投资分项累计增速



数据来源: Wind、华融证券市场研究部

图表 17: 2017-2018 年 1-11 月基建投资分项当月增速



针对基建投资失速过快的问题，下半年政府出台多项托底举措。10 月 31 日国务院办公厅印发了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》。未来政府基建发力的四大原则和九大领域。《指导意见》表示要加大对于补短板重项目的金融支持，这意味着基建将很有可能 2019 年成为维稳经济的重要手段。

图表 18：2018 年下半年稳增长涉及基建投资的政策一览

时间	主要内容	部门
2018年7月	“积极的财政政策要更积极”。保持经济运行在合理区间，推进建设和储备一批重大项目。加快今年 1.35 万亿地方政府专项债券发行和使用。“引导金融机构按照市场化原则 保障融资平台合理融资需求”。	国常会
2018年7月	财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大左右，加大基础设施领域补短板的力度，要实施好乡村振兴战略。	中央政治局会议
2018年8月	关于做好地方政府专项债券发行工作的意见。地方专项债发行提速。	财政部
2018年10月	全面启动川藏铁路规划建设	国务院
2018年10月	101 号文：聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度	国务院
2018年11月	2019 年部分转移支付提前下达，总计 1.7 万亿	财政部
2018年11月	《政府会计准则第 8 号——负债》：PPP 不纳入隐形负债	财政部
2018年12月	支持优质企业直接融资，进一步增强企业服务实体经济能力，加大基础设施领域补短板力度	发改委
2018年12月	决定创设 TMLF，根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源	央行
2018年12月	“较大幅度增加地方债政府专项债额度”，“稳健的货币增持要松紧适度”	中央经济工作会议
2018年12月	“加大基础设施等领域补短板力度”，“加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度， 补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设”	中央经济工作会议

数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

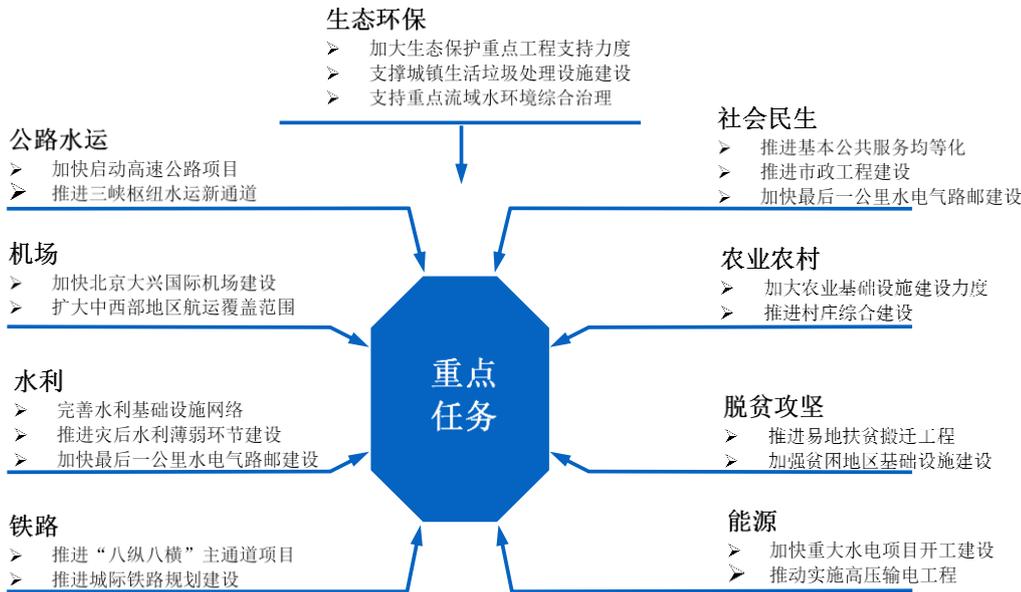
从《指导意见》 可以看出，明年对于基建补短板的推进，具有很强的地域偏向。主要偏向中西部地区和区域协同。

◇ 中西部地区：《指导意见》中专门强调对于贫困地区的支持，特别为了脱贫攻坚开设了专项任务。而基建在扶贫方面则主要体现加大中西部设上。《指导意见》多次强调“以中西部为重点”、“重点推进支线机场项目”等。

◇ 区域协同：此外，区域协同也是未来基建补短板发力的一个重点。《指

导意见》多次提到“推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设”等。基建补短板将聚焦京津冀、长三角、粤港澳。

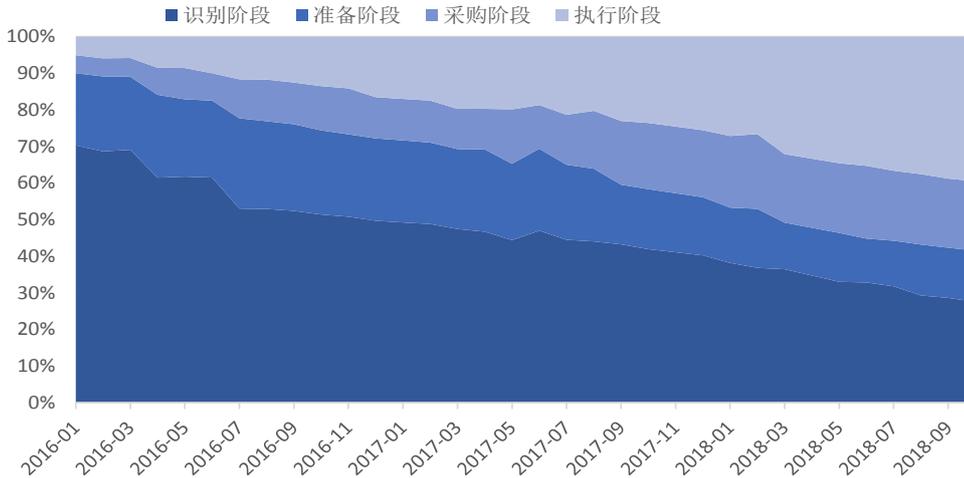
图表 19：基础设施领域补短板九大领域



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

2019 年 PPP 项目有可能提速。2017 年以来 PPP 项目库一直都处在整顿状态，大量入库项目被清退，但是随着市场对 PPP 融资模式的逐渐认可，PPP 进入执行阶段的投资额稳步增加，截至 2018 年 10 月，进入执行阶段的 PPP 投资额达到了 6.87 万亿，较年初新增投资额 1.87 亿元，项目落地率也达到了 53.44%。而《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例》有望加速出台。2019 年在 PPP 政策体系完善的情况下，PPP 项目落地速度有可能加快。

图表 20: 2018 年 1-10 月 PPP 项目投资阶段结构



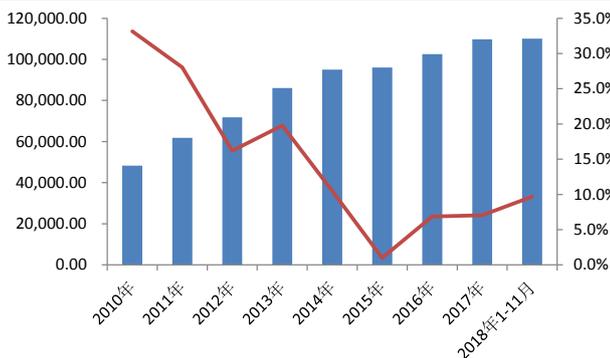
数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理

综合看, 2018 年基建增速已经处于底部区域, 2019 年相关政策细则会持续推出, 基建增速有望从低位小幅企稳回升, 2019 年去杠杆转向稳杠杆, 基建投资增速有望反弹, 带动整体投资筑底回升。

2、房地产投资中低速增长, 政策相对友好

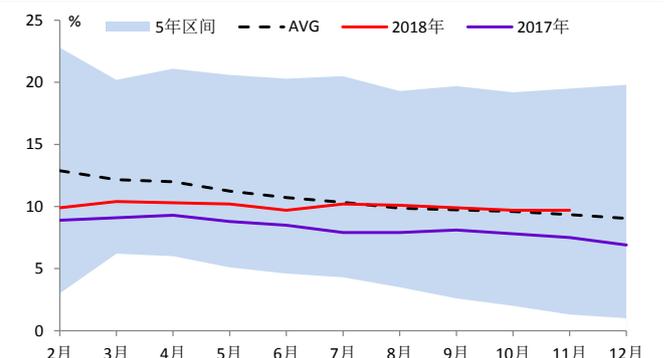
2018 年 1-11 月份, 全国房地产开发投资 110083 亿元, 同比增长 9.7%, 增速与 1-10 月份持平。11 月单月房地产投资金额为 1.08 万亿元, 同比增长 9.3%, 增速较 10 月扩大 1.6 个百分点。

图表 21: 2010-2018 年房地产投资及增速



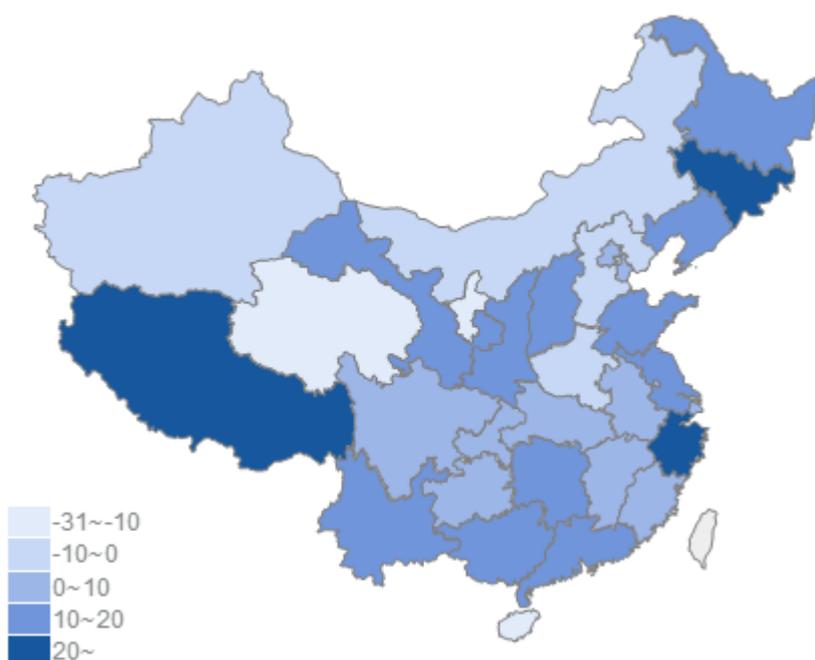
数据来源: Wind、华融证券市场研究部

图表 22: 2018 年 1-11 月房地产投资增速



1-11 月份，东部地区房地产开发投资 58857 亿元，同比增长 11.3%，增速比 1-10 月份提高 0.5 个百分点；中部地区投资 22886 亿元，增长 5.9%，增速回落 1.2 个百分点；西部地区投资 23806 亿元，增长 8.2%，增速回落 0.2 个百分点；东北地区投资 4534 亿元，增长 16.2%，增速提高 0.6 个百分点。

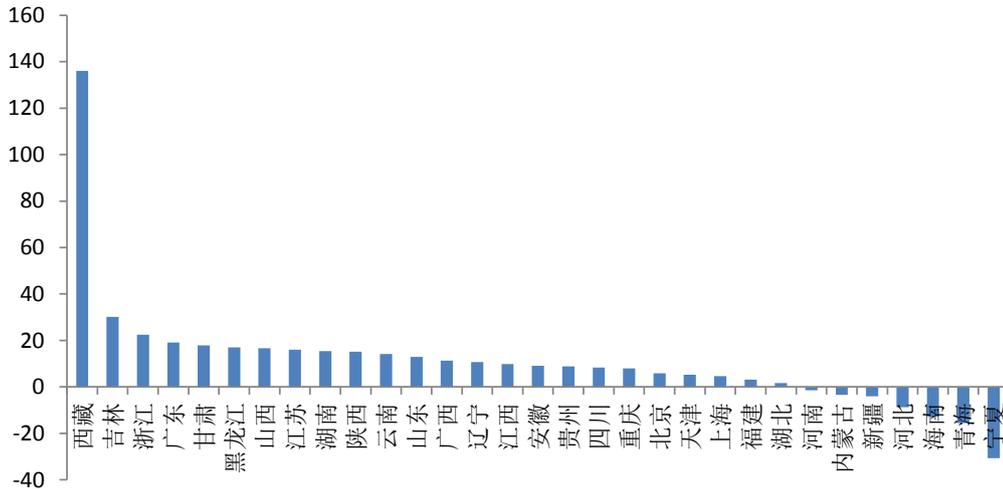
图表 23：2018 年 1-11 月各省房地产投资增速



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

房地产投资地区分化明显，东北表现亮眼，房地产开发投资增速远高于全国其他地区，投资增速前十名中吉林和黑龙江分列第二和第六位。近年来国家出台一系列旨在推动东北振兴的政策，各方面资源投入都在加大。2005 年，辽宁率先在老工业区开始进行大范围棚户区改造工程。棚改货币化政策是刺激东北地区房地产投资高企的一剂“强心针”。棚改货币化很大程度上助推了东北地区房地产投资的“加杠杆”。在政策收紧的背景下，2019 年东北的高增速面临一定的压力。

图表 24: 2018 年 1-11 月各省房地产投资增速 (%)

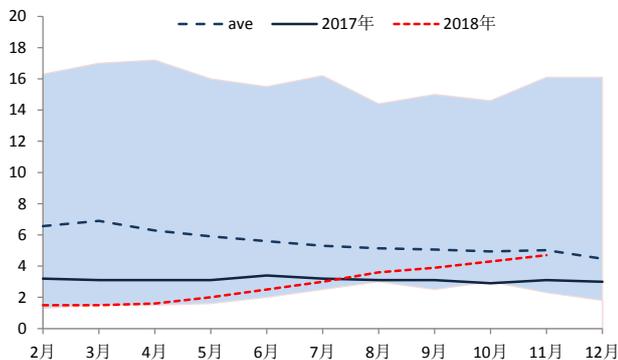


数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理

1-11 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 804886 万平方米, 同比增长 4.7%, 增速比 1-10 月份提高 0.4 个百分点。1-11 月房屋新开工面积 188895 万平方米, 增长 16.8%, 增速提高 0.5 个百分点。

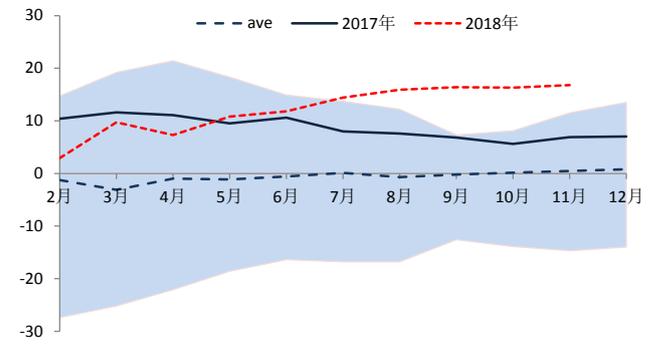
房屋竣工面积 66856 万平方米, 下降 12.3%, 降幅收窄 0.2 个百分点。1-11 月份, 房地产开发企业土地购置面积 25326 万平方米, 同比增长 14.3%, 增速比 1-10 月份回落 1 个百分点。

图表 25: 2018 年 1-11 月房屋施工面积增速



数据来源: Wind、华融证券市场研究部

图表 26: 2018 年 1-11 月房屋新开工面积增速

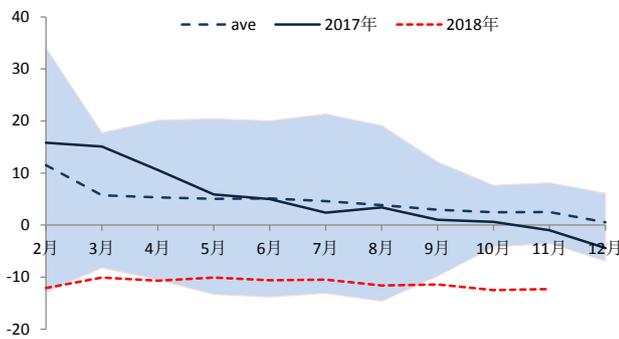


1-11 月份, 商品房销售面积 148604 万平方米, 同比增长 1.4%, 增速比 1-10 月份回落 0.8 个百分点。11 月末, 商品房待售面积 52627 万平方米, 比

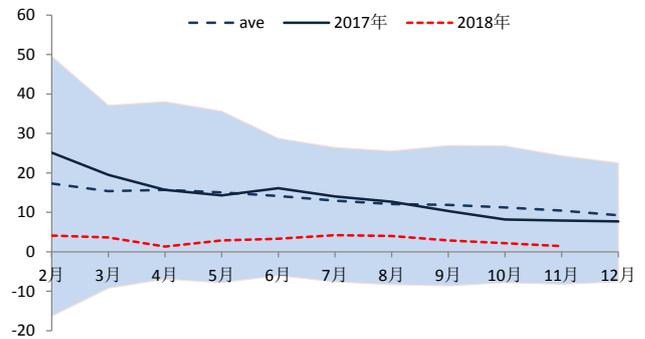
10月末减少 162 万平方米。

商品房新开工面积增速与销售面积增速的走势表现出明显的规律性，销售面积作为先行指标，其同比增速普遍领先于新开工 5-6 个月。展望 2019 年，受商品房销售面积下行调整影响，房企开工积极性将减退，投资也将更加谨慎。但是近两年形成的高规模土储将对新开工形成有力支撑，预计 2019 年新开工继续保持正向增长的概率极大，同时也会为投资额增长奠定基础。

图表 27: 2018 年 1-11 月房屋竣工面积增速



图表 28: 2018 年 1-11 月商品房销售面积增速



数据来源: Wind、华融证券市场研究部

2018 年下半年以来，房地产调控政策仍坚持“房住不炒”的总基调，但由于经济下行压力加大，部分地区、部分政策出现松动。伴随经济增速放缓，目前从紧的调控政策在 2019 年将回归平衡，政策环境将有所改善。而根据中指院“中国房地产业中长期发展动态模型”分析，预计 2019 年全国房地产市场将呈现“市场规模高位回落，新开工、投资中低速增长”的特点。

三、2019 年行业投资思路：跟随大政策，落子优区域

1、供给端边际放松概率较大

2018 年在外部政策支持和内部较好执行供给调节的情景稀，水泥行业充分享受了供给侧结构性改革带来的红利。水泥行业在高盈利情况下，越来越多的置换产能方案试图突破政策限制。错峰生产也面临超低排放课豁免停产的挑战。

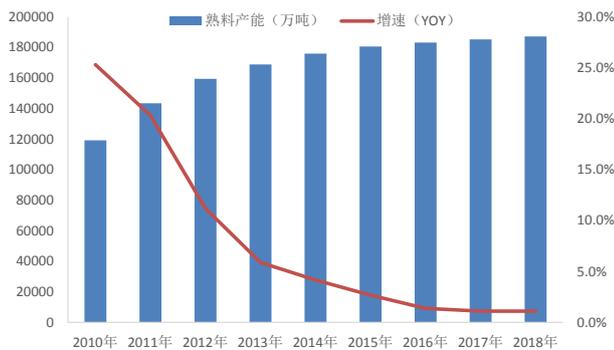
根据数字水泥网统计，2018 年以来，已公示水泥熟料产能置换项目共有 14 个，其中跨省置换有 7 个。产能置换给行业带来的产能过剩加剧的隐患引起政府主管部门和行业的高度关注，工信部和国家发改革委联合发布《关于严肃产

能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知（工信厅联原〔2018〕57号）》提出，严肃水泥产能置换，对于跨省置换项目，公示前需召开听证会，严禁“批小上大”。

2018年冬季水泥错峰生产进入第五个年头。5年来该措施覆盖的区域逐渐扩大，实施的时间跨度延长，内容也不断丰富，取得了良好社会效益和行业经济效益。但保障措施顺利执行的部分刚性政策措施出现松动的迹象，或对行业供给端的收紧产生负面影响。

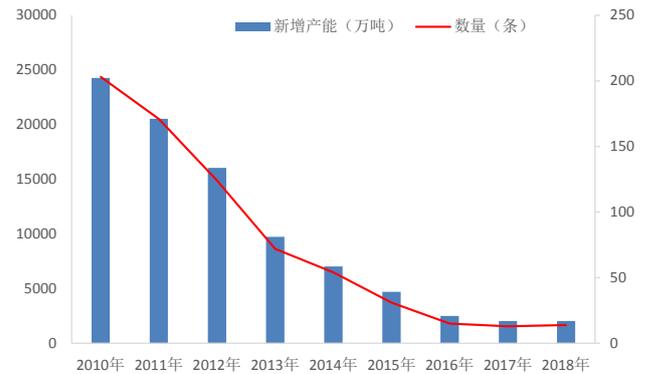
根据2018年9月生态环境部《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，相关各省政府或很多地方政府部门相继出台错峰生产的措施，重点对严禁“一刀切”、免除低排放企业参与错峰生产提出了要求，各省、各地区错峰生产的起止时间也不尽相同。2018年10月，工信部下发《重点区域建材工业2018-2020年秋冬季开展错峰生产的通知（征求意见稿）》，明确指出，不搞一刀切，要根据企业自身条件、所属区域实际情况进行有效调整。

图表 29: 2010-2018 年水泥熟料产能及增速



数据来源: Wind、华融证券市场研究部

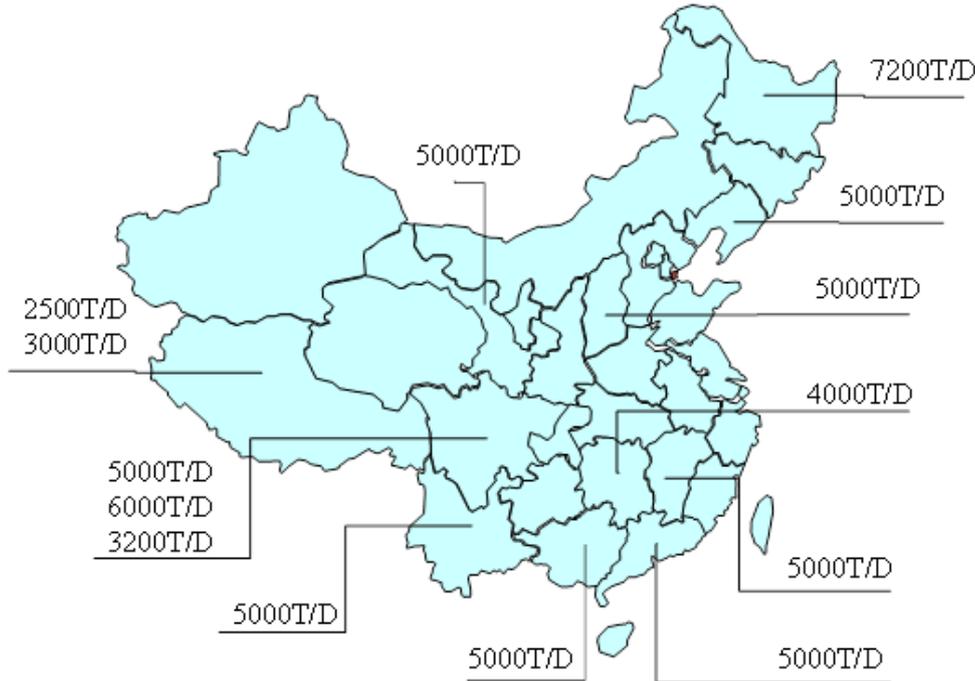
图表 30: 2010-2018 年新增熟料产能及生产线



据中国水泥协会初步统计，截止到2018年底，全国新型干法水泥生产线累计1681条（注：剔除部分2018年已拆除生产线），设计熟料产能维持在18.2亿吨，实际年熟料产能依旧超过20亿吨（产能总量与去年相当）。

图表 31：2018 年各省新增熟料生产线及产能分布

2018年新增14条熟料生产线，新增产能2042.9万吨



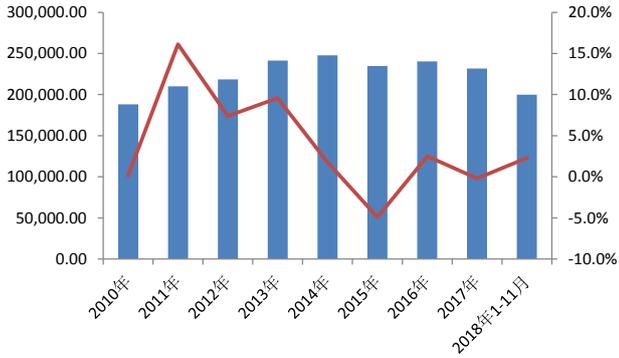
数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计 2019 年仍将会有 2500 万吨左右产能新点火，涉及区域相对集中在广东、广西、福建、云南和贵州，其中广东和广西合计 600 万吨左右，云南和贵州合计 700~800 万吨。

2、需求端:区域差异大，关注协同发展和补短板投资承接地

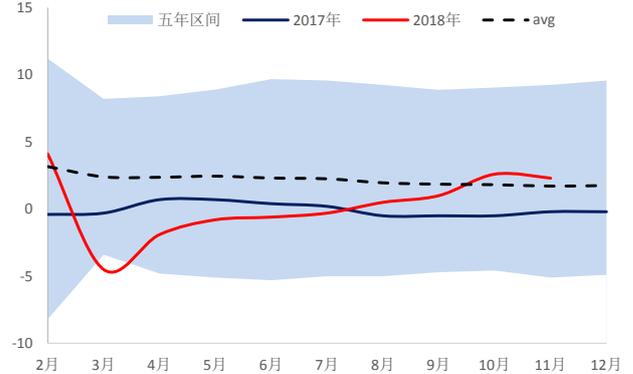
伴随经济发展进入新时期，我国水泥行业整体上从高速增长期转入平台发展期，水泥需求在最近几年呈现小幅震荡下行的趋势。2018 年 1-11 月水泥产量 19.98 亿吨，同比增长 2.3%。11 月当月水泥产量 2.05 亿吨，同比增长 1.6%。

图表 32: 2010-2018 年水泥产量及增速



数据来源: Wind、华融证券市场研究部

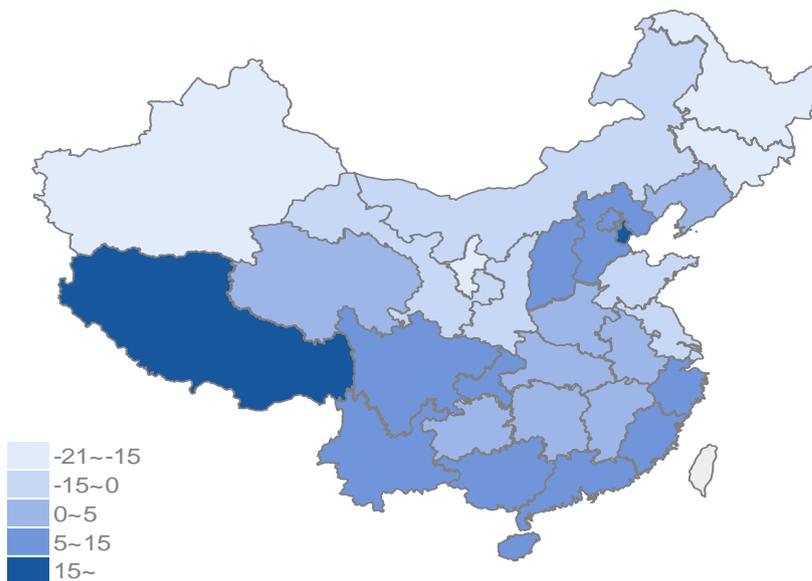
图表 33: 2018 年 1-11 月水泥产量增速



分省区来看, 水泥产量增长最快的省区是天津和西藏, 分别增长 49.5%和 42.8%。天津大幅增长一方面是上年低基数的原因, 也有本年度需求复苏的因素。而西藏则是基建投资拉动需求。

产量增长超过 10%的省区有四个, 依次是浙江, 海南, 北京, 山西, 分别增长 14.1%, 13.7%, 11.6%和 11.1%。华北地区水泥产量增速领先其他五个地区。

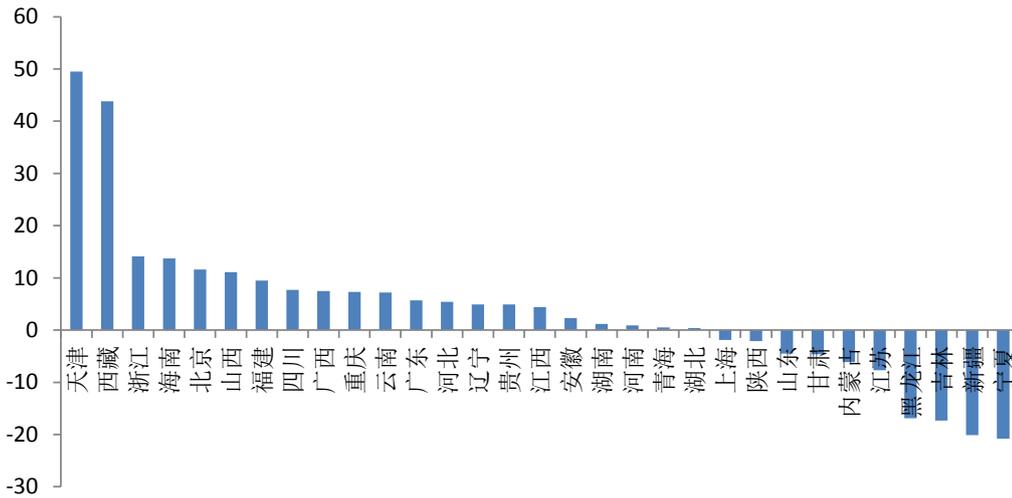
图表 34: 2018 年 1-11 月各省水泥产量增速



数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理

31 省市中有 10 省市 1-11 月水泥累计产量增速录的负增长，其中新疆和宁夏两区超过 20%。东北三省中的吉林和黑龙江两省超过 15% 的负增长。西北和东北两的区受错峰生产以及投资低迷等因素影响，产量增速低于全国平均及其他四个大区。

图表 35：2018 年 1-11 月各省水泥产量增速



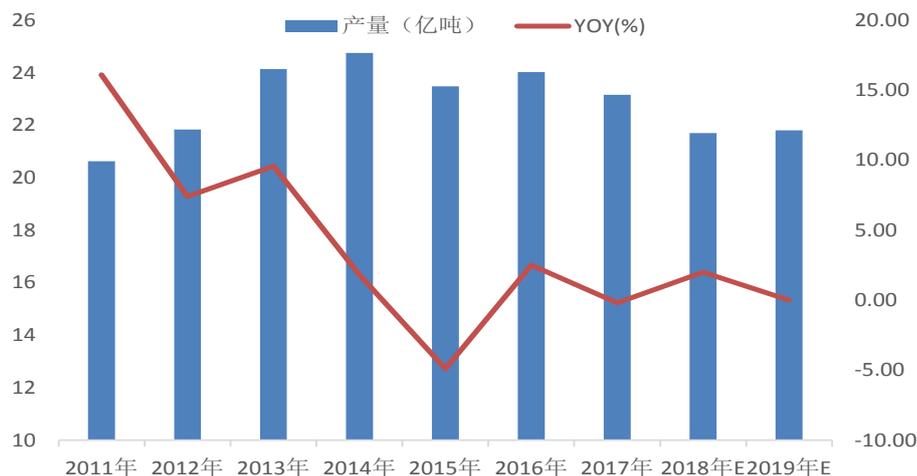
数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

综合看，我们预计 2018 年预水泥产量 21.7 亿吨，同比增长 2% 左右，2019 年我们预计产量 21.8 亿吨，同比基本持平。

水泥需求和固定资产投资密切相关，如我们前文分析，2019 年基建投资增速有望反弹，带动整体投资筑底回升。同时 2019 年政策对于基建补短板的推进，具有很强的地域偏向，主要偏向中西部地区和区域协同发展区域。

我们预计中西部地区以及京津冀，长三角，粤港澳大湾区的水泥需求将在投资拉动下优于其他区域，在相关区域内有产能分布的水泥企业将显著受益。

图表 36: 2019 年水泥需求预测

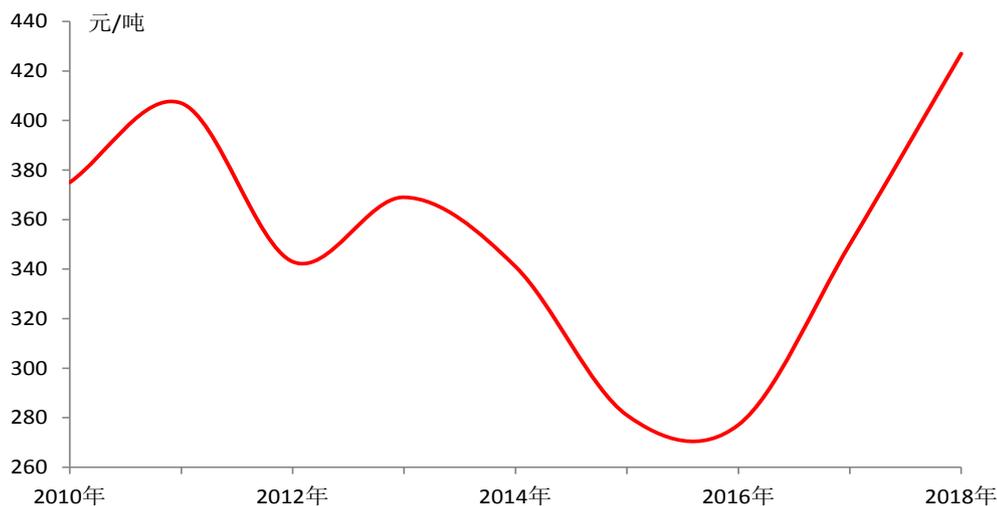


数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理

3、区域价格差拉大，关注低价区的价格恢复机会

2018 年水泥价格大幅上扬，创历史新高。根据中国水泥协会跟踪数据，截止 2018 年 11 月底，全国高标水泥价格均价 455.3 元/吨，同比上涨 85.9 元/吨，涨幅 23.2%。

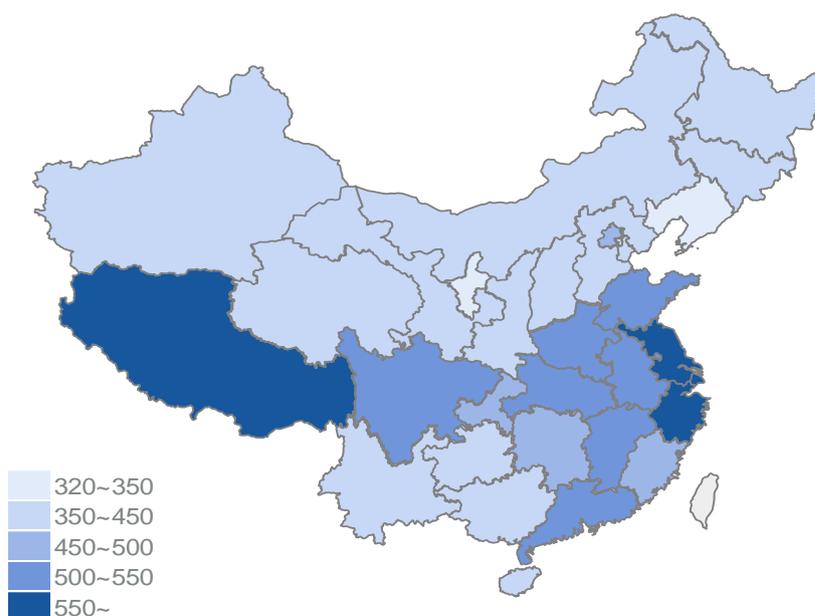
图表 37: 2010-2018 年水泥价格走势



数据来源: Wind、华融证券市场研究部整理

大区域来看，华东地区地区均价超过 500 元/吨（536.0 元/吨），居六大区之首，同比上涨 69.6 元/吨，增幅 14.9%。大区间最大差价是华东和西北的差价，达到 153 元/吨，价差较 2017 年的 130.4 元/吨扩大 22.6 元/吨。价差的拉大一方面有成本的因素，也有区域供需关系以及市场竞争环境的因素。

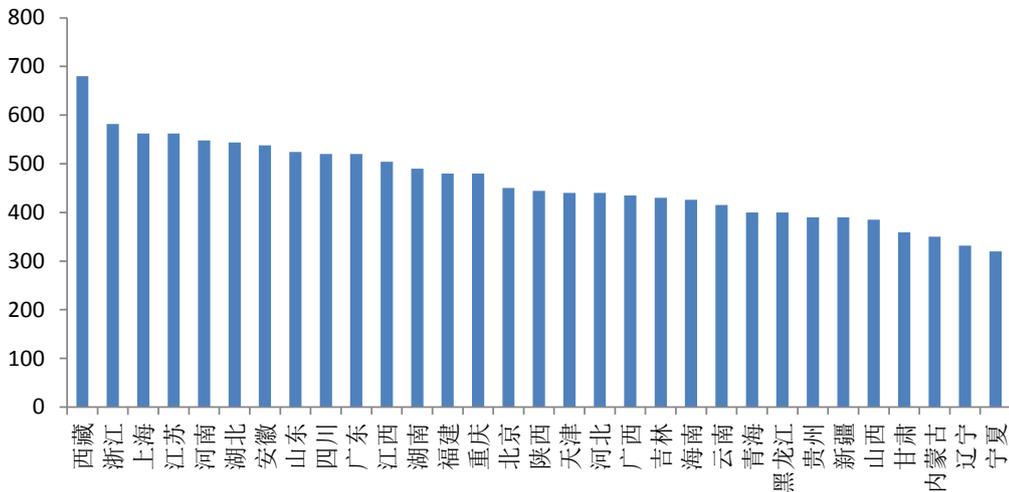
图表 38：2018 年 1-11 月各省水泥价格



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

华东区域里的长三角地区城市水泥价格领先。除拉萨外，杭州、南京、上海、郑州、武汉、合肥、济南、成都、广州、南昌十大省市城市水泥价格超过 500 元/吨，其中杭州和南京超过 550 元/吨。

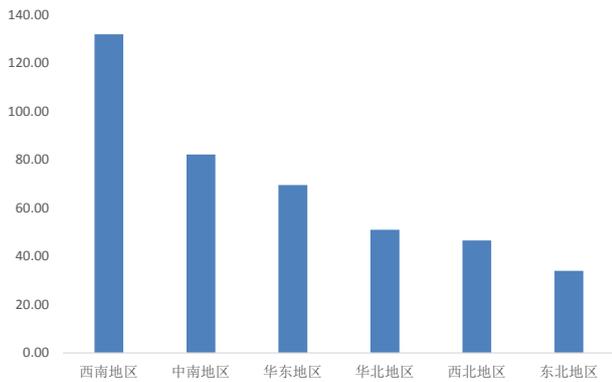
图表 39：2018 年 11 月各省水泥价格



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

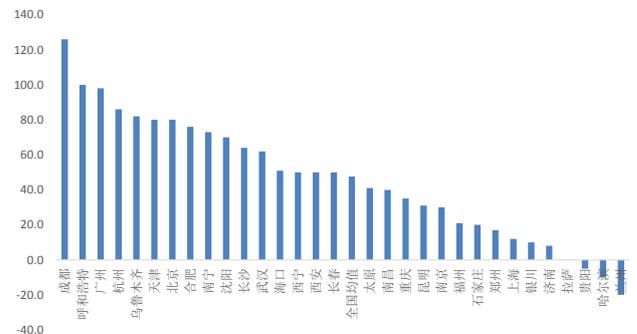
从价格涨幅来看，11 月底西南地区价格领涨六大区，上涨 132 元/吨，东北地区上涨 34 元/吨，涨幅最小。分省市看合肥、杭州、成都涨幅超过 150 元/吨，其中合肥同比上涨 160.5 元/吨，居 31 省市之首。涨幅超过 100 元/吨，的城市分布为，上海 (+147)、南京 (+129)、武汉 (+123)、广州 (+116.3)、重庆 (+116.3)、南昌 (+111.5)、南宁 (+105)、乌鲁木齐 (+100)、长沙 (+100)、呼和浩特 (+100)。

图表 40：2018 年 11 月六大区水泥价格涨幅



数据来源：Wind、华融证券市场研究部

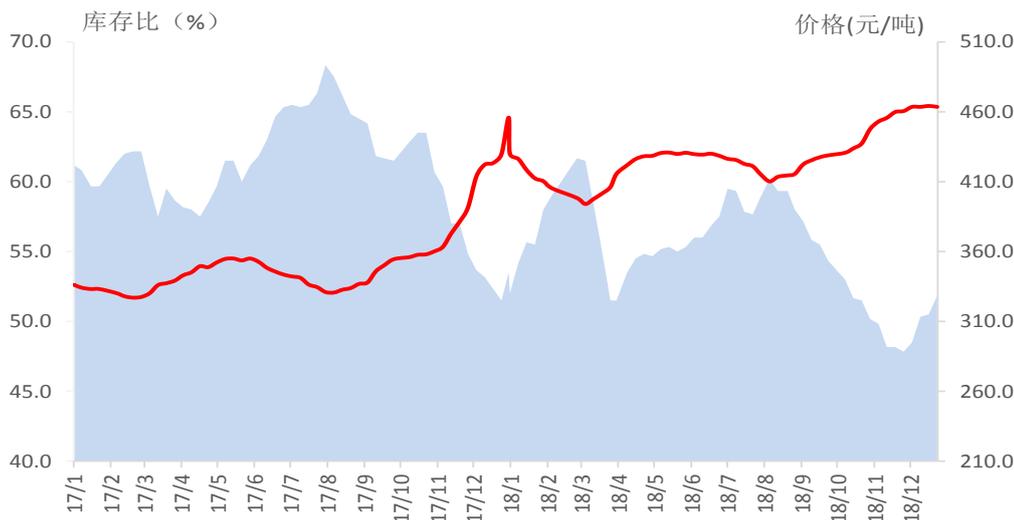
图表 41：2018 年 11 月各省水泥价格涨幅



4、低库存为淡季价格回调提供支持

受到下游需求向好、临时性限产政策影响，水泥库存三季度以来呈现不断下滑的趋势。截止 11 月底，全国水泥库容比为 47.8%，创有记录以来同期最低。低库存为位淡季价格维持提供了较为有利的保障。预计 2019 年一季度水泥价格回调幅度有限可控。

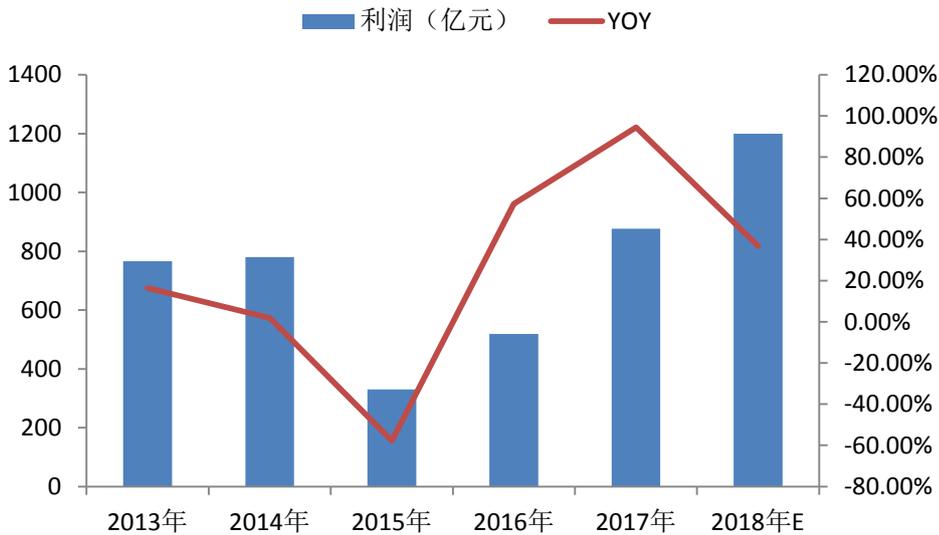
图表 42：2018 年水泥价格及库存走势



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

受益量价齐升，发改委建材行业运行报告显示，1-8 月，水泥制造行业实现利润 963 亿元，增长 1.5 倍。中国水泥协会副会长兼秘书长崔星太在接受媒体采访时表示，水泥行业 2018 年总利润超过 1200 亿是大概率事件。

图表 43：2013-年 2018 年水泥行业利润及增速



数据来源：Wind、华融证券市场研究部整理

四、重点公司估值及投资评级

1、海螺水泥：基业长青

公司是国内和全球最大的水泥生产企业之一，近年整体产能布局逐步优化完善，进一步巩固其行业龙头地位。公司传统市场区域为中部和南部区域，近年来公司通过新建以及并购扩张方式快速进入西南和西北市场。公司海外产能布局在印尼，随着海外在建、拟建项目的逐步推进，未来海外产能布局将进一步扩增。截止 2018 上半年，公司具备熟料产能 2.48 亿吨、水泥产能 3.44 亿吨、骨料产能 3090 万吨、商品混凝土产能 60 万立方米。

根据公司战略规划，公司将积极响应国家“一带一路”倡议，积极推进国际化发展战略，同时不断完善国内市场布局，寻找合适的并购标的，探索股权合作新模式，并积极延伸产业链，加快发展骨料及混凝土产业。公司整体产能规模将继续保持提升，仍将在行业中保持极强的竞争实力。

2、冀东水泥：迎来自雄安新区和北京副中心实质性的开工建设期段

公司是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一，我国北

方地区水泥龙头企业之一。公司于 2016 年 4 月启动与金隅集团的战略重组，2018 年 7 月首批资产重组已经顺利完成，冀东水泥为金隅集团唯一的水泥业务平台。公司及间接控股股东金隅集团控制的水泥产能合计为 1.7 亿吨，熟料产能为 1.17 亿吨。公司熟料产能规模全国第三大、北方第二、京津冀第一的龙头集团企业。在京津冀地区，两家公司市场占有率达到 50% 以上，市场占有率高，市场话语权增强。

资产重组完成后，公司将以完善区域市场格局，提高核心竞争力为目标，做强核心区域、做优重点区域、做活布点布局区域，加强行业整合，提升产能集中度，促进稳量提价。公司在华北地区，尤其是京津冀地区水泥市场占有率和市场竞争优势进一步提升。公司在京津冀地区的市场控制力、定价能力和盈利能力将得到较大提升。

随着雄安新区和北京城市副中心从顶层设计阶段转向是实质性的开工建设阶段，京津冀水泥需求将放量，重组后的冀东水泥在内外部环境都迎来显著改善的情况下，业绩或将迎来新的爆发期。

3、华新水泥：中西部基建投资加码的受益者

公司主营水泥、熟料和混凝土的生产与销售，已逐步形成以水泥为主业，以熟料和混凝土为延伸的纵向一体化发展模式。随着对拉豪集团旗下资源的并购整合，公司整体竞争力和综合实力稳步提升。

截至 2017 年末，公司水泥和熟料年产能规模分别为 9,010 万吨和 5,732 万吨，混凝土年产能为 2,380 万方/年，骨料年产能为 2,100 万吨。从水泥产能布局来看，公司水泥产能主要分布在湖北、湖南和云南地区。目前公司在国内基本形成了湖北、湖南、川渝、云南和西藏五大生产基地和区域销售布局。海外市场主要在塔吉克斯坦和柬埔寨。

国务院办公厅印发的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确 2019 年基建补短板偏向中西部地区，公司的产能布局和分布是政策实施的最大最直接受益者。随着公司对拉豪集团西南地区水泥工厂的并购整合以及水泥产能置换项目的稳步推进，公司的整体竞争实力进一步增强。

4、塔牌集团：深耕小区域，产能优势再扩大

公司是国家重点支持水泥工业结构调整 60 家大型企业之一的上市公司，

是广东省唯一一家本土上市水泥企业。公司现有 7 条新型干法水泥熟料生产线，熟料产能 1163 万吨，分别布局在广东省梅州市、惠州市和福建省龙岩市三大基地。预计公司第二条万吨线将于 2019 年底投产，投产后公司水泥产能将达到 2200 万吨。

公司 2018 年前三季度公司实现水泥产量 1254.08 万吨、销量 1211.10 万吨，分别同比增长了 16.25%、13.96%，受益产能释放产销增速大幅领先行业。实现营业收入 45.23 亿元，同比增长 48.68%；归母净利润 12.49 亿元，同比增长 147%。

粤东市场潜力进入快速释放期，市场竞争秩序受特有地理环境保护，区域景气有望维持高位。公司产能优势将充分享受区域景气红利。

图表 44：重点公司盈利预测、估值与投资评级

代码	公司名称	收盘价 (190110)	EPS			PE			投资评级
			18	19E	20E	18	19E	20E	
600585	海螺水泥	29.33	5.59	5.79	6.17	5.2	5.1	4.8	推荐
000401	冀东水泥	17.02	3.32	3.51	3.69	5.1	4.8	4.6	推荐
600801	华新水泥	10.24	1.53	1.71	1.97	6.7	6.0	5.2	推荐
002233	塔牌集团	12.44	1.15	1.38	1.59	10.8	9.0	7.8	推荐

数据来源：Wind、华融证券市场研究部

五、风险提示

- 1、基建投资不达预期；
- 2、PPP 政策落地不达预期；
- 3、行业去产能进程不达预期；
- 4、原材料价格大幅上涨；

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

华众营，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层（100020）

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn