

# 建筑材料

证券研究报告  
2019年03月11日

## 华东春季草根启示一：需求不缺席，基建信心足

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 背景&结论

近期我们走访浙江省内水泥企业、建材商贸企业，了解需求复苏节奏。3月初江南的连绵阴雨与18年同期并无二致，叠加民工“迟回归”，再度成为需求滞后的原因。综合观察与思考后，我们在启示一中将重点探讨以下方面：

- (1) 天晴后需求反弹，3-4月定价策略反映出并非趋势担忧，短期需求不悲观；
- (2) 基建向上信心很足，地产存在不确定性，对冲效果是焦点；
- (3) 水泥企业在产业链中话语权较强，利于价格向下传导；
- (4) 管桩数据代表性受多因素限制；
- (5) 价差下降越南熟料“转向”他国。

### “看天”背后暗含：并非趋势担忧

雨雪天气通常会拖慢室外工程项目进度，连续性和雨量大小是关键因素。以杭州为例，我们将2017-2019年正月十五后的天气情况做对比，涉雨时间分别为6天、10天、11天，今年正月十五后雨水天气更多。以江浙沪为例，我们将2018-2019年部分区域正月十五后发货情况做对比，今年发货恢复速度落后于2018年。“天气”成为短期水泥库存、价格的判断依据。从逻辑上看，最先防范的风险是天气时，是对短期价格调整幅度的担忧，而不是趋势的担忧。站在经营者角度，一般前期进行充分市场尽调、下游沟通，预判全年销量，如果“摸底”反馈十分悲观，“降价”表现更可能是大幅、频繁。但根据目前的价格变化情况，用“正常调整”形容更加适合。观察2018年节后长三角涨价起点在3月最后一周，此时对应发货量100%，由此线性推测今年发货恢复100%的时间在3月倒数第二周。

### 产业链话语权：水泥企业较为强势

水泥生产企业、代理/经销商、商混企业、施工单位等元素共同组成原材料生产销售使用各个环节，商业模式可以简化为：(1) 水泥直供工地，针对有现浇需求的工程项目。(2) 水泥与商混企业、施工单位并不直接接触，代理/经销商承担中间环节。我们通过对产业链上市公司【应收账款/营业收入】、【经营活动现金流量净额/营收】等指标，验证上下游议价能力。水泥企业经营回款显著优于产业链其他企业。即使拉长时间维度，这一规律也较为明显。产业链议价权与行业集中度关联较大，水泥行业集中度更高。商混企业布局与项目地点关联性大，最终呈现为分散格局，被动接受资源属性更强的水泥、砂石价格变化。

### 越南进口熟料伴随水泥高价存在

2018年合计出口中国989万吨，价差是选择来中国的重点原因，但也会权衡几个主要输出国的价差，此消彼长。2018年1月，越南出口至中国大陆的熟料数量环比下滑幅度46%，在越南本地出口国家中国从第一下滑至第三，菲律宾上升为第一，孟加拉为第二，后两个国家分别环比增长33%、146%。重要的原因包括人民币后期贬值，以及1月长三角沿岸熟料统一降价160元/吨，减缓越南进口作用显著。

### 管桩&塔吊数据是否关键

管桩（混凝土预制桩）作为打地基必备品，产销量有预示地产新开工的作用。我们也将管桩数据与房地产新开工增速进行对比，发现确实呈现一定相关性。管桩产量数据是一个滞后指标，订单情况才能真实反映未来一段时间的需求。管桩缺乏可靠的订单数据来源，无法看到1-2月真实订单表现，但从定性角度仍然可以有所观察，考虑到地质条件差异、建筑楼层要求不同，区域内纵向对比似乎更有意义。我们仅此提出思路而非轻易给出定论。

**风险提示：**基建项目资金到位、开工节奏不及预期；雨水天气变化不及预期。

### 作者

**盛昌盛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517120002  
shengchangsheng@tfzq.com  
**武浩翔** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518010003  
wuhaoxiang@tfzq.com  
**李阳** 联系人  
yanglitf@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:密切关注当前水泥龙头的配置价值》 2019-03-10
- 2 《建筑材料-行业研究周报:京津冀水泥涨价,关注区域基建进展》 2019-03-03
- 3 《建筑材料-行业研究周报:估值持续修复,积极配置龙头》 2019-02-24

## 内容目录

1. 背景&结论 .....	3
2. “看天”背后暗含：并非趋势担忧.....	3
3. 产业链话语权：水泥企业较为强势.....	4
4. 越南进口熟料伴随水泥高价存在.....	6
5. 管桩&塔吊数据是否关键 .....	7

## 图表目录

图 1：全国水泥高标均价变动情况（元/吨） .....	4
图 2：2010-2019 年华东地区水泥价格变动对比（元/吨） .....	4
图 3：水泥供应模式梳理.....	5
图 4：混凝土与水泥制品行业规模以上企业主营收入及增速 .....	6
图 5：混凝土与水泥制品行业规模以上企业利润总额及增速 .....	6
图 6：越南熟料出口前三国家销量表现（万吨） .....	6
图 7：越南水泥熟料出口金额对应吨价格（美元） .....	6
图 8：越南进口熟料流程简图 .....	6
图 9：管桩产量、房屋新开工面积累计增速对比（%） .....	7
图 10：管桩示意图 .....	7
图 11：塔吊示意图 .....	7
表 1：2017-19 年正月十五后杭州天气变化对比.....	3
表 2：2018-2019 年江浙沪部分区域正月十五后发货情况（%） .....	3
表 3：2012-2017 年产业链代表性企业应收账款/营收对比 .....	5
表 4：2012-2017 年产业链代表性企业经营活动现金流量净额/营收对比 .....	5

## 1. 背景&结论

近期我们走访浙江省内水泥企业、建材商贸企业，了解需求复苏节奏。3月初江南的连绵阴雨与18年同期并无二致，叠加民工“迟迟归”，再度成为需求滞后的原因。综合观察与思考后，我们在启示一中将重点探讨以下方面：

- (1) 预计天晴后需求反弹，3-4月定价策略反映出并非趋势担忧，短期需求不悲观；
- (2) 基建向上信心足，地产存在不确定性，对冲效果是焦点；
- (3) 水泥企业在产业链中话语权较强，利于价格向下传导；
- (4) 管桩数据代表性受多因素限制；
- (5) 价差下降越南熟料“转向”他国。

## 2. “看天”背后暗含：并非趋势担忧

雨雪天气通常会拖慢室外工程项目进度，连续性和雨量大小是关键因素。短期因天气带来的施工不确定性，传导至上游即为水泥发货暂缓，除检修、环保限产、自律限产外，大部分时间不停窑，连续生产导致库存升高，企业存在销售压力，降价先销的可能性增加。

以杭州为例，我们将2017-2019年正月十五后的天气情况做对比，涉雨时间分别为6天、10天、11天，今年正月十五后雨水天气更多。

表1：2017-19年正月十五后杭州天气变化对比

阳历	浙江天气	阳历	浙江天气	阳历	浙江天气
2019/2/19 (正月十五)	阴 /小雨	2018/3/2	阵雨 /阵雨	2017/2/11	晴 /晴
2019/2/20	小雨 /小雨	2018/3/3	阴 /多云	2017/2/12	晴 /晴
2019/2/21	中雨 /中雨	2018/3/4	多云 /中雨	2017/2/13	晴 /晴
2019/2/22	阴 /多云	2018/3/5	小雨 /阴	2017/2/14	晴 /晴
2019/2/23	小雨 /多云	2018/3/6	多云 /阵雨	2017/2/15	晴 /多云
2019/2/24	多云 /多云	2018/3/7	小雨-中雨 /小雨	2017/2/16	小雨 /阴
2019/2/25	阴 /多云	2018/3/8	阴 /多云	2017/2/17	小雨 /小雨
2019/2/26	小雨 /小到中雨	2018/3/9	晴 /晴	2017/2/18	多云 /多云
2019/2/27	小到中雨 /小雨	2018/3/10	晴 /晴	2017/2/19	多云 /阵雨
2019/2/28	阴 /小雨	2018/3/11	多云 /阴	2017/2/20	小雨 /多云
2019/3/1	小雨 /小到中雨	2018/3/12	多云 /多云	2017/2/21	阴 /小雨
2019/3/2	中雨 /小雨	2018/3/13	多云 /阴	2017/2/22	小雨 /小雨
2019/3/3	阴 /多云	2018/3/14	小雨 /小雨	2017/2/23	阴 /多云
2019/3/4	阴 /阴	2018/3/15	阵雨 /阵雨	2017/2/24	多云 /多云
2019/3/5	中雨 /小雨	2018/3/16	小雨 /多云	2017/2/25	多云 /多云
2019/3/6	阴 /晴	2018/3/17	多云 /多云	2017/2/26	晴 /晴
2019/3/7	多云 /晴	2018/3/18	小雨 /中雨	2017/2/27	晴 /晴
2019/3/8	多云 /小雨	2018/3/19	小雨 /小雨	2017/2/28	多云 /多云

资料来源：天气后报网，天风证券研究所

以江浙沪为例，我们将2018-2019年部分区域正月十五后发货情况做对比，今年发货恢复速度落后于2018年。

表2：2018-2019年江浙沪部分区域正月十五后发货情况(%)

年份	日期	上海		江苏			浙江		
		上海	南京	镇江	苏锡常	苏北(淮安/盐城)	杭州	嘉兴	金建衢

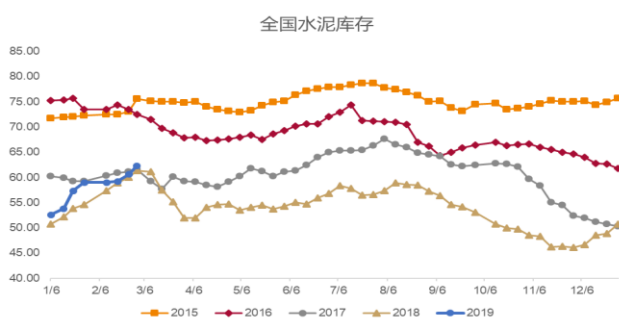
2018年	3月2日 (正月十五)	30	30	20	30	20	30	30	30
2019年	2月22日 (2.19正月十五)	25	30	20	25	30	25	20	25
正月十五后第一周									
2018年	3月9日	55	60	60	50	50	50	55	50
2019年	3月1日	40	45	40	40	45	40	45	35
正月十五后第二周									
2018年	3月16日	70	75	80	75	75	80	85	80
2019年	3月8日	70	65	60	55	75	70	75	65

资料来源：数字水泥网，天风证券研究所

“天气”成为短期水泥库存、价格的判断依据。从逻辑上看，最先防范的风险是天气时，是对短期价格调整幅度的担忧，而不是趋势的担忧。站在经营者角度，一般前期进行充分市场尽调、下游沟通，预判全年销量，如果“摸底”反馈十分悲观，“降价”表现更可能是大幅、频繁。但根据目前的价格变化情况，用“正常调整”形容更加适合。

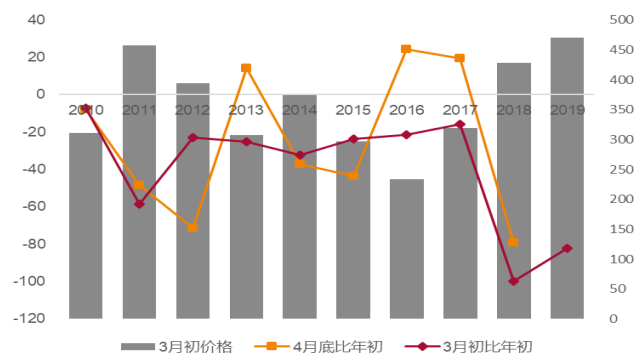
- 首先，水泥库存水平与 2017、2018 年类似，截止上周为 62.31%，而 2015、2016 年同期超过 70%，当下并非极端值，降价压力有限。
- 第二，观察华东地区高标水泥价格变化，2010-2019 年共计 10 年时间内“3月初价格与年初价差”这一指标，我们发现 2011、2018、2019 年吨均价跌幅均超过 50 元，分别为-59、-100、-82 元。同时，仅有这 3 年吨均价超过 400 元，剩下年份均价为 320 元。可以描述为“价格明显高于均值的情况下的调整”。
- 第三，截止 3 月 8 日，发货情况明显回暖，例如上海、杭州从 40%提升至 70%。观察去年节后长三角涨价起点在 3 月最后一周，此时对应发货量 100%，由此线性推测今年发货恢复 100%的时间在 3 月倒数第二周。

图 1：全国水泥高标均价变动情况（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 2：2010-2019 年华东地区水泥价格变动对比（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

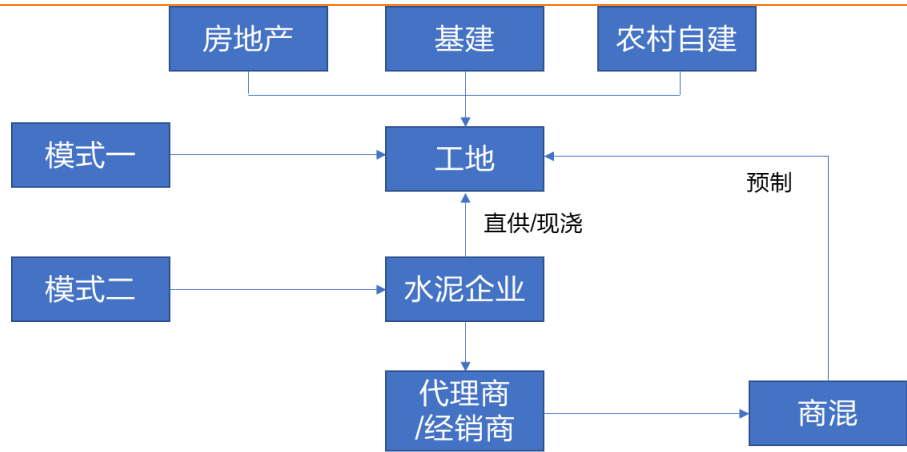
### 3. 产业链话语权：水泥企业较为强势

水泥生产企业、代理/经销商、商混企业、施工单位等元素共同组成原材料生产销售使用各个环节，商业模式可以简化为：

(1) 水泥直供工地，针对有现浇需求的工程项目。

(2) 水泥与商混企业、施工单位并不直接接触，代理/经销商承担中间环节。施工单位可以是房建&基建项目的建设方，也可以是农村自建房的材料采购人。具体选择现浇还是预制，关键看资金（设备、专业人员）要求、环保要求。这种模式下施工单位对水泥的品牌认知感很低，直接采购合格的商混产品，或者由甲方指定工程供应的水泥品牌。

图 3：水泥供应模式梳理



资料来源：天风证券研究所

我们通过对产业链上市公司应【收账款/营业收入】、【经营活动现金流量净额/营收】等指标，验证上下游议价权能力。例如 2017 年水泥、钢铁龙头企业应收账款/营收比例基本在 1-4%，而混凝土龙头为 53%，管桩上市企业高达 141%，建筑企业 20%上下，而以工装业务为主的家装公司这一比例高达 86%。观察经营性现金流占收入比例，水泥企业在 20%上下，其他在 10%上下或者以内。由此可以看出，水泥企业经营回款显著优于产业链其他企业。即使拉长时间维度，这一规律也较为明显。

表 3：2012-2017 年产业链代表性企业应收账款/营收对比

	应收账款 / 营收								
	海螺水泥	华新水泥	宝钢股份	柳钢股份	西部建设	新威国际	中国铁建	中国交建	金螳螂
2017	1.41%	3.07%	4.17%	0.57%	52.93%	140.94%	21.51%	14.09%	85.85%
2016	1.17%	3.71%	5.61%	0.67%	57.18%	121.50%	21.20%	19.33%	91.06%
2015	0.83%	5.19%	5.58%	0.91%	43.46%	46.61%	21.32%	15.79%	89.21%
2014	0.55%	5.06%	5.35%	1.80%	37.46%	62.38%	19.50%	16.35%	71.74%
2013	0.65%	5.68%	5.93%	0.44%	34.87%	28.35%	14.96%	17.67%	60.14%
2012	0.50%	6.43%	4.46%	0.31%	23.40%	21.68%	14.81%	17.65%	54.10%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：2012-2017 年产业链代表性企业经营活动现金流量净额/营收对比

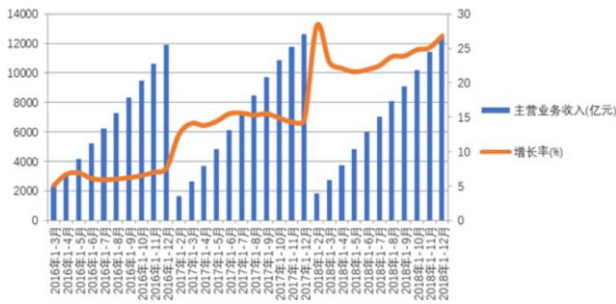
	经营活动现金流量净额 / 营收								
	海螺水泥	华新水泥	宝钢股份	柳钢股份	西部建设	新威国际	中国铁建	中国交建	金螳螂
2017	23.06%	18.69%	11.43%	11.10%	3.97%	-11.56%	3.73%	8.85%	8.46%
2016	23.59%	22.89%	8.82%	5.96%	8.01%	-72.39%	5.90%	6.88%	5.61%
2015	19.44%	20.75%	12.90%	1.10%	7.64%	-15.04%	8.39%	7.89%	0.44%
2014	29.06%	24.00%	15.06%	8.56%	0.19%	-3.87%	1.11%	1.20%	-1.67%
2013	27.50%	18.81%	6.36%	6.51%	-4.85%	-14.53%	-1.59%	2.10%	5.43%
2012	25.15%	19.61%	11.59%	-4.91%	5.32%	-10.89%	1.14%	4.50%	5.56%

资料来源：wind，天风证券研究所

**产业链议价权与行业集中度关联较大，水泥行业集中度更高。**根据工信部披露，前 10 家水泥企业(集团)熟料产能集中度已达 64%，比 2015 年提高 12 个百分点。我们观察到 2018 年国内混凝土与水泥制品行业规模以上企业单位数 10033 户，实现主营收入、利润分别为 12543.75、619.29 亿元，平均单户实现收入、利润分别为 1.25 亿元、617 万元；而水泥行业不足 3000 家企业，全行业合计收入规模 8823 亿元，利润 1546 亿元，平均单家企业实现收入、利润分别为 2.9 亿元、5153 万元（如果只考虑规模以上单体数额更大）。从企业总量上看，混凝土规模以上数量已经超过水泥，且 2018 年新增 464 家，而水泥行业呈现

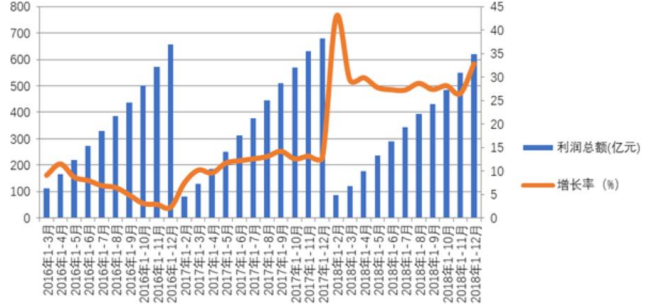
下降；从单位平均上看，水泥企业单体收入、利润规模更大。

图 4：混凝土与水泥制品行业规模以上企业主营收入及增速



资料来源：CCPA，天风证券研究所

图 5：混凝土与水泥制品行业规模以上企业利润总额及增速



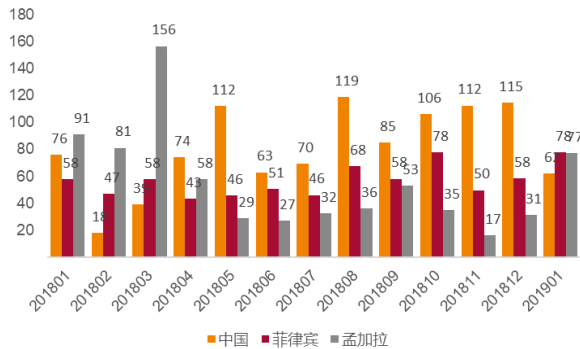
资料来源：CCPA，天风证券研究所

因商混的使用时间、效果、重量决定运输半径比水泥更短，同时还具有产品差异性小、进入门槛低的特点。相比上游企业，混凝土订单与下游承建单位的关系更为直接、紧密，因此商混企业布局与项目地点关联性大，最终呈现为分散格局，被动接受资源属性更强的水泥、砂石价格变化。

#### 4. 越南进口熟料伴随水泥高价存在

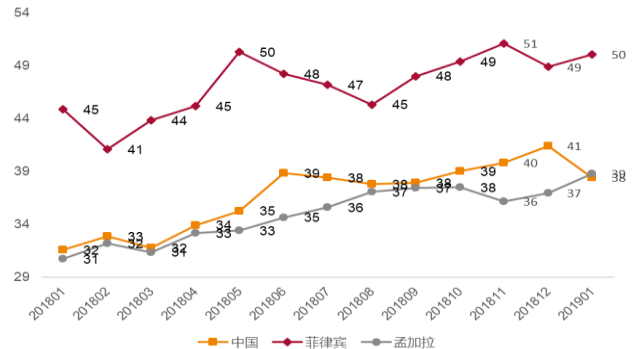
越南熟料自 2017 年底开始放量进入中国沿海，浙江宁波舟山港、江苏南通港口均可以登陆。根据越南统计数据，2018 年合计出口中国 989 万吨。

图 6：越南熟料出口前三国家销量表现（万吨）



资料来源：统计局，天风证券研究所

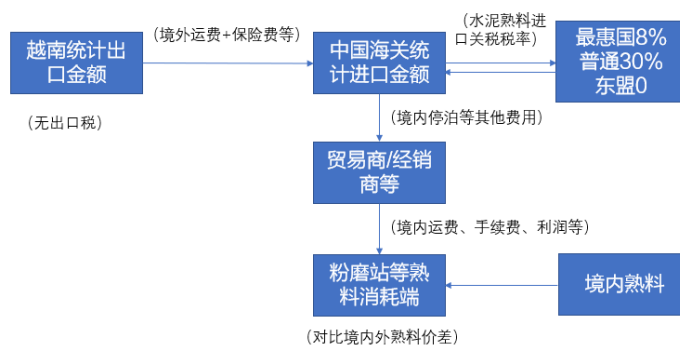
图 7：越南水泥熟料出口金额对应吨价格（美元）



资料来源：统计局，天风证券研究所

我们观察熟料进口量与离岸价格走势，大致推测海运费+保险费等综合费用在 8-9 美金即 50-60 元人民币。假设停泊费和陆地运费合计同样为 50-60 元，则理论上浙江等沿海地区熟料价格至少高出越南熟料离岸价格 100 元，中间商才有进口动力。

图 8：越南进口熟料流程简图



资料来源：中国海关、全关通等，天风证券研究所

价差是选择来中国的重点原因，但也会权衡几个主要输出国的价差，此消彼长。假定销量

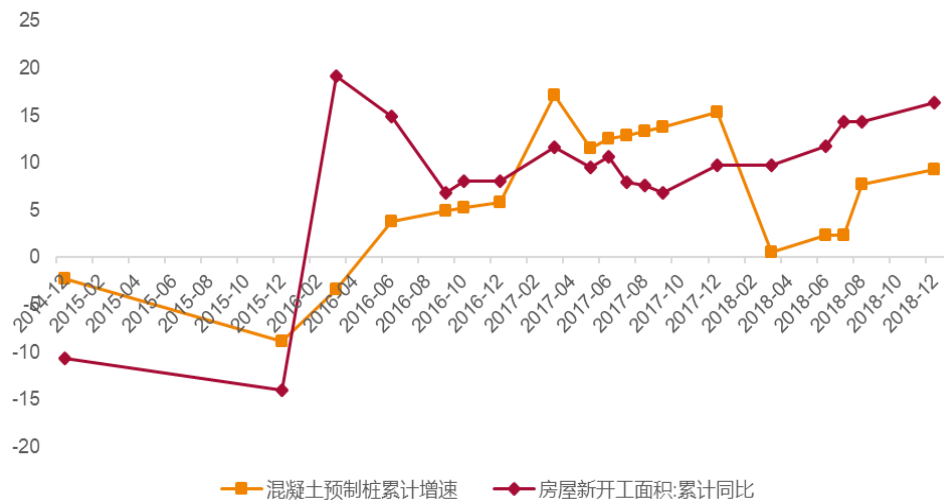
方向代表偏好，通过观察越南熟料运输方向，优先偏好中除了中国大陆，还包括菲律宾、孟加拉、中国台湾等国家或地区。我们观察到 2018 年 1 月，越南出口至中国的熟料出现非常明显的下降，环比下滑幅度 46%，在越南本地出口国家中国从第一下滑至第三，菲律宾上升为第一，孟加拉为第二，两个国家的出口量明显增长，分别环比增长 33%、146%。重要的原因包括人民币后期贬值，以及 1 月长三角沿岸熟料统一降价 160 元/吨，减缓越南进口作用显著（1 月 5 日沿江出厂装船价由 520 元/吨下调为 360 元/吨，按进口金额算，1 月单位价格为 49.6 美元，对应人民币 330 元+，与境内价差仅 30 元/吨）。

**越南熟料的质量问题同样重要**，如果质量的确不被下游认可，由越南熟料磨成的水泥可能并不适应基建、房建等质量要求较高的工程项目，从而也会限制进入数量。

## 5. 管桩&塔吊数据是否关键

管桩（混凝土预制桩）作为打地基必备品，产销量有预示地产新开工的作用。我们也将管桩数据与房地产新开工增速进行对比，发现图形上确实呈现一定相关性，线性相关系数为 0.4。管桩产量数据是一个滞后指标，订单情况才能真实反映未来一段时间的需求。管桩缺乏可靠的订单数据来源，无法看到 1-2 月真实订单表现，但从定性角度仍然可以有所观察。

图 9：管桩产量、房屋新开工面积累计增速对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

考虑到地质条件差异、建筑楼层要求不同，区域内纵向对比似乎更有意义。我们仅此提出思路而非轻易给出定论。另外，塔吊数据更为复杂，涉及多次应用，代表性意义不大。塔吊不止用于一次项目，使用寿命较长，决定产量数据无法表现当下的需求。

图 10：管桩示意图

图 11：塔吊示意图



资料来源：一呼百应云工厂，天风证券研究所



资料来源：一呼百应云工厂，天风证券研究所



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com