

建筑材料行业

西北水泥：基建升温、需求重振，龙头盈利趋势有望向上

分析师：邹戈

分析师：徐笔龙

分析师：谢璐



SAC 执业证号：S0260512020001



SAC 执业证号：S0260517080013



SAC 执业证号：S0260514080004



021-60750616



021-60750611



021-60750630



zouge@gf.com.cn



xubilong@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈、徐笔龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 基建重振需求，底部回升趋势已现，政策预期升温

西北水泥市场基建需求占比高，地产体量低，2018年西北地区水泥需求受基建回落影响最为明显，水泥产量大幅下滑8.22%，是全国唯一一个相比2017年环比继续走差的地区；随着财政加力提效、基建回升，区域需求自去年年底已开始呈现回升趋势，根据国家统计局数据，2019年一季度开局良好，1-2月份西北水泥产量大幅增长18.6%，3月份出货率也明显好于去年同期，同时库容比还处于下降态势，表明一季度需求端的良好开局具有更足的含金量。同时西部大开发、“一带一路”政策预期持续升温，西北作为两大战略的核心地区，定位为内外通道和区域性枢纽，高铁、轨交、高速公路、机场等交通基础设施建设方面将长期是区域建设重点，将有效支撑区域水泥中长期需求。

● 错峰趋严、市场格局集中，供需关系有望继续向好

根据水泥协会统计，2010-2013年西北迎来产能投放高峰，2014年以来新增供给则明显减少，仅新疆、甘肃、宁夏等有零星产能投产，供给冲击有限。产能投放高峰结束后，其中甘青市场产能得以消化，供需关系较好，新疆则因为成为全国产能过剩最严重的地区，率先开始错峰生产；西北是地域广阔的内陆地区，其内部细分区域市场比整体更为集中，同时作为错峰生产先行者，历来错峰生产执行情况较好，目前来看，区域错峰并未放松，部分地区甚至有进一步趋严，区域大企业主导下，错峰协同常态化的意识增强。良好的供给格局有望推动区域供需关系持续改善。

● 2019年西北水泥龙头依然具备盈利弹性

以祁连山、天山股份、宁夏建材3家龙头公司为例，2018年销量下滑但盈利改善，主要得益于错峰生产供给格局好，实质供需关系改善使得水泥价格同比仍有提升。但其核心市场的水泥价格及公司盈利水平距2010-2011年的历史高点仍有一段距离（天山股份疆内市场吨净利离历史高点仍有距离）；2019年西北水泥市场一季度迎来良好开局，旺季开启后需求回暖趋势有望延续，公司全年销量有望重回正增长；同时区域供给格局集中，错峰协同仍然得以良好执行，供需关系持续改善下价格仍具备弹性，作为西北区域龙头公司的盈利弹性有望进一步显现。

● 投资建议：关注西北水泥股的投资机会

2019年基建回升有望重振西北水泥市场需求，当前一季度开局良好，4-5月份将进入北方旺季，需求高景气有望进一步验证；供给方面错峰停产执行并未放松，区域水泥价格仍具备弹性，西北水泥龙头公司2019年盈利趋势有望继续向上；同时西部大开发、“一带一路”政策预期持续升温，中长期来看区域需求亦有支撑；两材合并后，在中建材主导下（旗下三家西北水泥上市公司-祁连山、天山股份、宁夏建材），区域市场格局整合优化有望加速；**相关标的：区域需求回升态势较好、盈利趋势上行而PB估值较低的甘青水泥龙头祁连山、新疆水泥龙头天山股份。**

● 风险提示

基建项目开工不达预期、错峰停产执行不达预期、新增产能超出预期、企业协同低于预期、原材料成本大幅上涨、两材合并进程低于预期；

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/4/8		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
海螺水泥	600585.SH	买入	RMB	44.56	45.55	5.63	5.33	8	8	3	4	26%	25%
海螺水泥	00914.HK	买入	HKD	52.10	56.09	5.63	5.33	9	10	3	4	26%	26%
华新水泥	600801.SH	买入	RMB	31.43	29.00	3.46	3.17	9	10	3	4	31%	24%
祁连山	600720.SH	买入	RMB	9.16		0.84	1.4	11	7	6	4	11%	14%
塔牌集团	002233.SZ	买入	RMB	13.13	-	1.45	1.68	9	8	6	6	19%	18%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注1: 表中股价数据来源于Wind资讯统计2019年4月8日该公司收盘市值;

注2: 冀东水泥为Wind一致预期数据, 其他公司2018年和2019年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告;

注3: 海螺水泥(A、H股)、华新水泥、祁连山、塔牌集团、冀东水泥已披露2018年报, 表中财务数据与已披露年报一致;

注4: 海螺水泥H股股价货币为港元, EPS货币为人民币;

注5: 华新水泥合理价值、盈利预测来自广发证券4月1日发布的研报《华新水泥(600801.SH): 盈利弹性显著, 业绩创历史新高》; 其他公司的合理价值、盈利预测也均来自广发证券最新外发报告;

目录索引

基建重振需求，底部回升趋势已现，政策预期升温.....	6
2018 年受基建回落影响最为明显，西北水泥产量大幅下滑.....	6
基建回升重振需求，2019 年一季度迎来良好开局.....	7
西部大开发、“一带一路”核心区，中线需求预期持续升温.....	10
错峰趋严、市场格局集中，供需关系有望继续向好.....	13
错峰生产仍在收紧，推动区域供需关系改善.....	13
区域市场封闭，市场较为集中，具备较好的供给格局基础.....	15
2019 年西北水泥龙头依然具备盈利弹性.....	17
投资建议：关注西北水泥股的投资机会.....	18

图表索引

图 1: 西北地区基建/运输业投资需求占比较高.....	6
图 2: 西北地区地产投资/固定资产投资占比较低.....	6
图 3: 2018 年基建投资大幅下滑.....	7
图 4: 2018 年西北水泥产量增速大幅下滑, 且唯一环比走差地区.....	7
图 5: 2018 年各区域固定资产投资增速.....	7
图 6: 财政“加力提效”, 基建支出大幅扩张.....	8
图 7: 各省市转移支付与税收返还占财政支出比例.....	8
图 8: 提前下达 2019 年均衡性转移支付 (单位: 亿元).....	9
图 9: 西北固投增速边际改善明显.....	9
图 10: 西北水泥产量增速边际改善明显.....	9
图 11: 西北库容比 3 月份还在继续下降 (%).....	10
图 12: 西北地区 3 月份发货率好于去年 (%).....	10
图 13: 西北五省水泥产量增速.....	10
图 14: 2019 年 2 月各区域水泥产量同比增速.....	10
图 15: 财政“加力提效”, 基建支出大幅扩张.....	11
图 16: 2018 年分地区拟建项目同比增长情况.....	12
图 17: 西北 2018 年拟建项目同比增长情况.....	12
图 18: 西北地区历经产能投放高峰后新增产能较少 (单位: 万吨).....	13
图 19: 西北地区熟料产能利用率.....	14
图 20: 西北五省 2018 年熟料产能、熟料产量、水泥产量 (单位: 万吨).....	14
图 21: 西北熟料产量增速.....	15
图 22: 西北地区水泥价格.....	15
图 23: 新疆各地区水泥市场集中度情况 (CR3).....	16
图 24: 新疆区域市场.....	16
图 25: 甘肃区域市场.....	16
图 26: 陕西区域市场.....	17
图 27: 宁夏区域市场.....	17
图 28: 祁连山吨净利 (元).....	18
图 29: 宁夏建材吨净利 (元).....	18
图 30: 天山股份吨净利 (元).....	18
表 1: 2019 年部分省份重点项目情况.....	12
表 2: 西北五省 2019 年交通基建投资计划情况.....	12
表 3: 西北五省错峰停产时间.....	15
表 4: 西北五省市场集中度情况.....	16
表 5: 西北三家龙头水泥公司盈利数据.....	17

表 6: 主要水泥上市公司估值表.....19

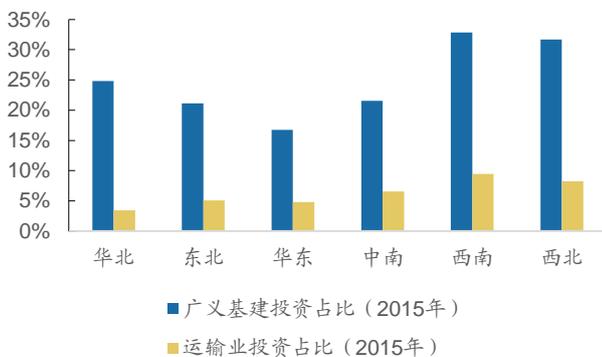
表 7: 中建材旗下水泥业务平台情况 (熟料产能数据截止 2018 年)19

基建重振需求，底部回升趋势已现，政策预期升温

2018年受基建回落影响最为明显，西北水泥产量大幅下滑

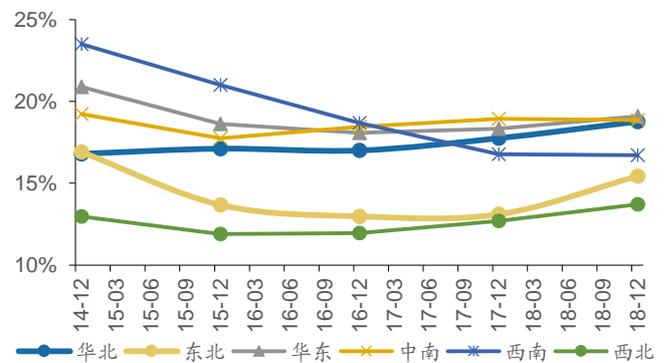
众所周知，水泥行业下游需求主要来自房地产、基建、工业、农村，其中地产、基建是最重要的组成部分，且由于水泥的区域性，不同地区的需求结构也有显著差别：大致是南方地区房地产需求占比高（经济发达，房地产体量大），北方地区基建需求占比高（基础设施薄弱）；因而虽然行业整体大趋势跟随地产需求走，但基建需求对局部区域影响很大，历史上来看，如果北方地区基建需求旺盛，能抵抗地产周期的冲击，反之若基建需求不振，则其区域需求受冲击也会比较大。

图 1：西北地区基建/运输业投资需求占比较高



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 2：西北地区地产投资/固定资产投资占比较低



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2018年去杠杆与严控地方隐性债务等政策影响基建投资资金到位，基建投资增速大幅回落，根据国家统计局数据，2018年基建增速仅为3.8%。从而导致以基建需求为主的西北地区固定资产投资下滑2.25%，水泥产量大幅下滑8.22%，且是全国唯一一个相比2017年环比继续走差的地区；相比之下2018年全国水泥产量增速3.0%（2017年增速-0.2%），南方地区普遍增长，华北大大幅增长，东北虽然仍下滑幅度较大，但环比2017年也有所改善。

背后原因一是去年水泥需求超预期主要是地产拉动，而西北基建需求占比高，地产体量低（地广人稀，人口密度低，相比京津冀虽然基建需求敏感，但经济发达、人口密度高，地产体量也不低），而且以“铁公基”等交通建设大基建项目为主，受资金面影响大；二是从供给层面来看，西北在错峰限产方面并没有明显放松，甚至部分地区进一步收紧（华北、东北供给端有所放松，且去年由于南方熟料紧张有部分量南下）。

图 3: 2018年基建投资大幅下滑



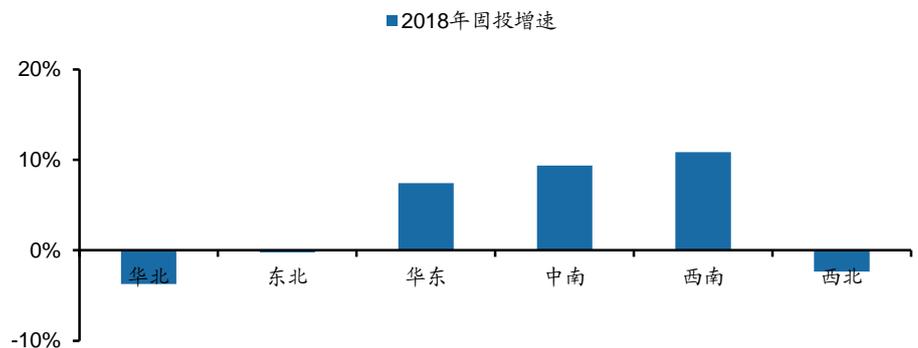
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4: 2018年西北水泥产量增速大幅下滑, 且唯一环比走差地区



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图 5: 2018年各区域固定资产投资增速



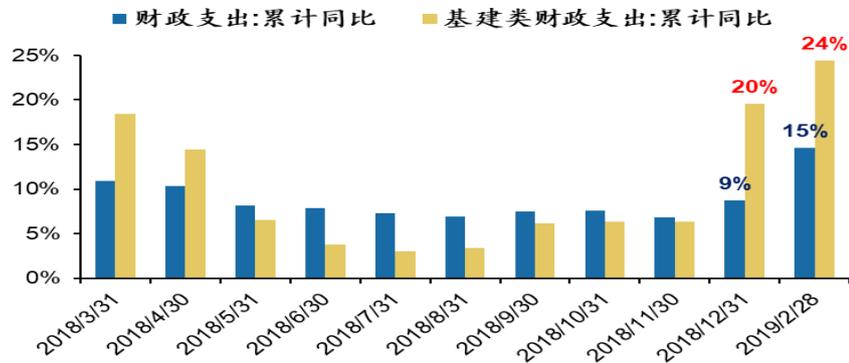
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

基建回升重振需求, 2019年一季度迎来良好开局

2018年10月31日国务院出台《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，提出防止基建投资大起大落，聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度；同时下半年地方专项债发行节奏开始加速，融资改善下地方投资积极性也明显增强，基建增速则于10月开始低位回升。

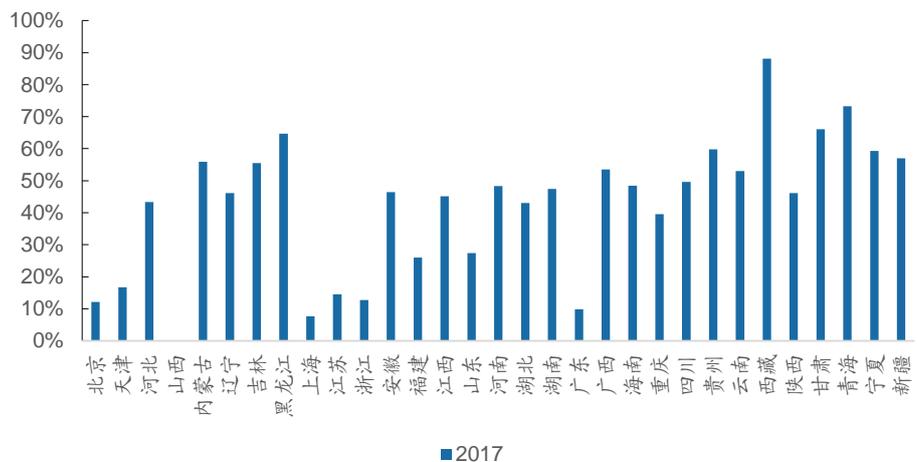
2018年底全国人大授权国务院提前下达2019年新增地方政府债务限额1.39万亿元，由此2019年地方债发行工作大幅提前，据财政部数据，1月发行一般债2635亿元，发行专项债1545亿元；2月发行一般债1925亿元，发行专项债1717亿元；3月份专项债发行节奏明显加快，据Wind资讯数据，3月份发行一般债2335亿元，发行专项债3910亿元；截至4月3日，全国各地共发行地方政府债券14226.52亿元；同时此前财政部提前下达2019年均衡性转移支付合计13350.2亿元。**2019年财政加力提效下基建投资继续保持回升态势。**

图 6：财政“加力提效”，基建支出大幅扩张



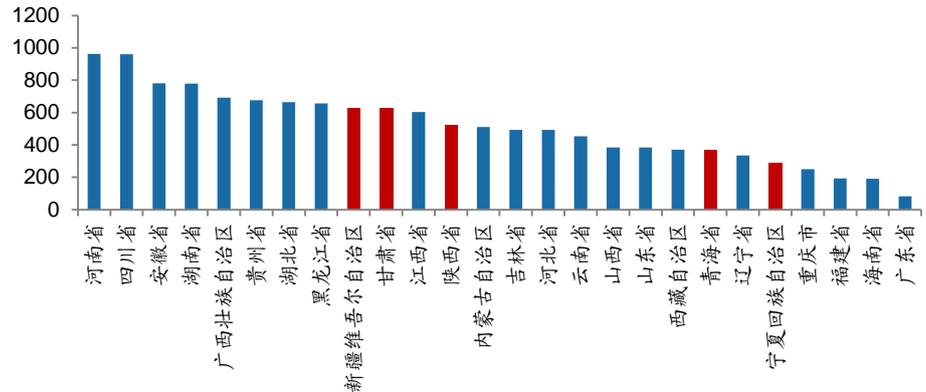
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 7：各省市转移支付与税收返还占财政支出比例



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 8：提前下达2019年均衡性转移支付（单位：亿元）



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

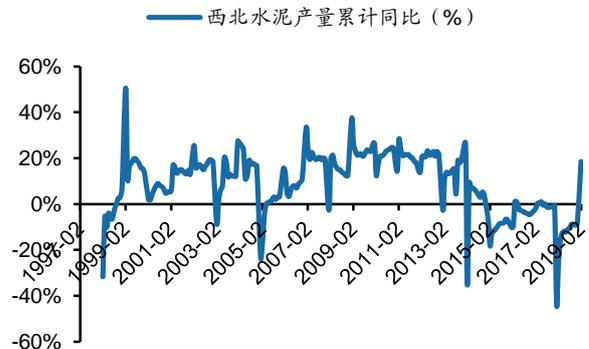
作为中央转移支付依赖程度、支持力度都比较大而且是基建补短板重点的西北地区，受益财政加力后基建投资出现回升，西北固定资产投资增速从9月份开始底部回升，2019年1-2月固投增速达到5.82%。对应到水泥产量来看，西北地区水泥累计产量降幅也从去年下半年开始明显收窄；今年1-2月份西北地区水泥产量则同比大幅增长18.6%。

图 9：西北固投增速边际改善明显



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 10：西北水泥产量增速边际改善明显



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

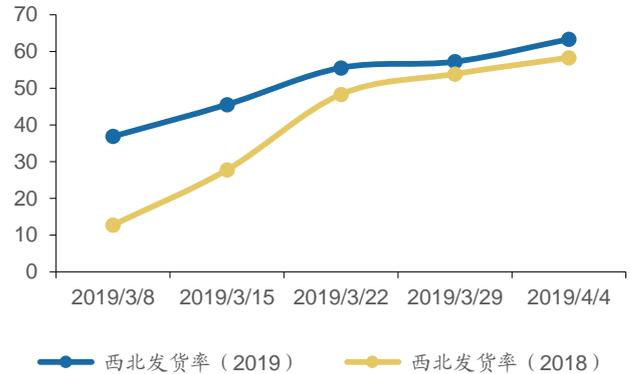
另外可以看到，1-2月北方地区水泥产量都出现了较高增长，一定程度上说明北方“错峰生产”可能边际出现松动；结合三北地区的库容比数据来看，东北、华北库容也确实出现一定上升，但并不明显，说明北方地区需求应该普遍也确实不错；而其中西北地区3月份出货率明显好于去年同期，同时库容比还处于下降态势，表明其一季度需求端的良好开局具有更足的含金量。

图 11: 西北库容比3月份还在继续下降 (%)



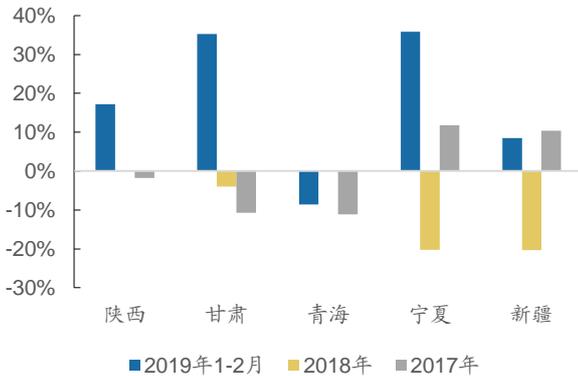
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 12: 西北地区3月份发货率好于去年 (%)



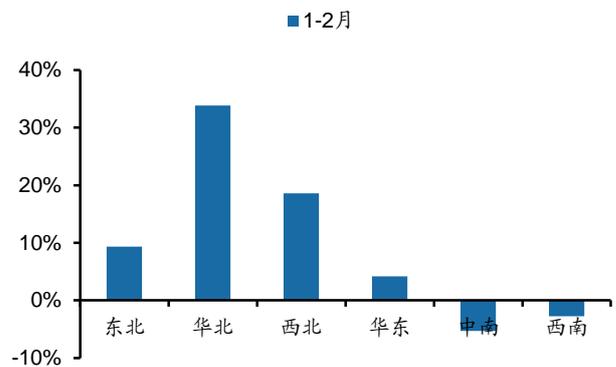
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 13: 西北五省水泥产量增速



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 14: 2019年2月各区域水泥产量同比增速

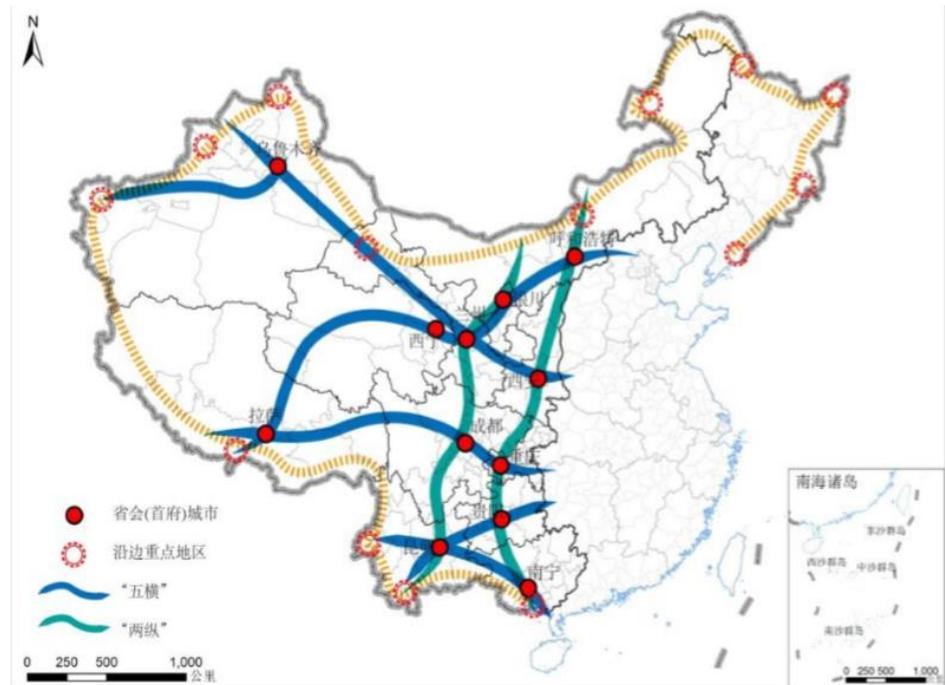


数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

西部大开发、“一带一路”核心区，中线需求预期持续升温

3月19日中央全面深化改革委员会第七次会议通过了《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》，在西部大开发进入第三个10年的标志性时点，该意见的发布具备重大战略意义，作为新一轮西部大开发的顶层规划，明确了要更加注重抓好大开放，发挥共建“一带一路”的引领带动作用，加快**建设内外通道和区域性枢纽，完善基础设施网络**，提高对外开放和外向型经济发展水平。其中**交通基础设施仍是西部大开发的重点任务，有望带动西北地区的机场、公路、铁路、水利等一系列重大基建项目的落地启动。**

图 15: 财政“加力提效”，基建支出大幅扩张



数据来源：《西部大开发十三五规划》、广发证券发展研究中心

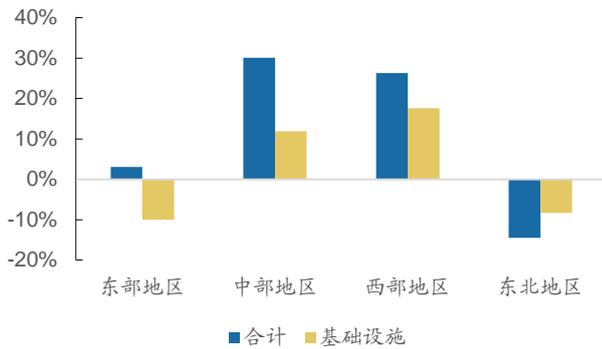
同时西北地区处于“一带一路”的核心区位，2017年正式发布的“一带一路”规划中，西北五省（新疆、陕西、甘肃、宁夏、青海）全部纳入其中，其中新疆明确定位为丝绸之路经济带核心区：“发挥新疆独特的区位优势和向西开放重要窗口作用，深化与中亚、南亚、西亚等国家交流合作，形成丝绸之路经济带上重要的交通枢纽、商贸物流和文化科教中心，打造丝绸之路经济带核心区”；新疆作为交通枢纽中心的“通道”建设将是首要任务，高铁、轨交、高速公路等交通建设项目将成为疆内基建的重中之重。

规划同时提出“发挥陕西、甘肃综合经济文化和宁夏、青海民族人文优势，打造西安内陆型改革开放新高地，加快兰州、西宁开发开放，推进宁夏内陆开放型经济试验区建设，形成面向中亚、南亚、西亚国家的通道、商贸物流枢纽、重要产业和人文交流基地”。其中，甘肃在丝绸之路经济带的建设中被定位为“丝绸之路经济带黄金段”，其“综合交通运输网络建成”是首要目标，同样以基建为先导。

第二届“一带一路”国际合作高峰论坛将于2019年4月下旬在北京举行，本届论坛处于“一带一路”建设迈向第二个五年的过渡时期，有望出台更多更细致的指导文件，推动建设项目的落地实施。

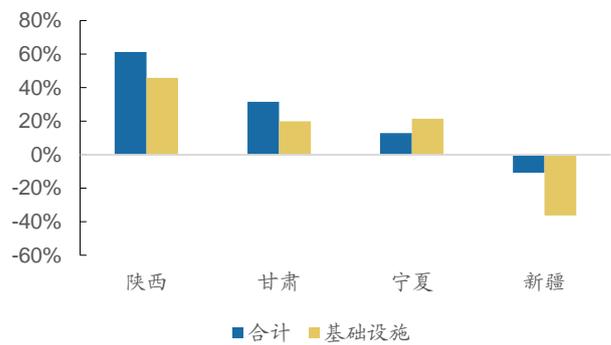
综合来看，西北地区作为西部大开发、“一带一路”的核心区域，定位为内外通道和区域性枢纽，高铁、轨交、高速公路、机场等交通基础设施建设方面将长期是区域建设重点，两大战略的持续推进有望进一步推进相关项目的加速落地。

图 16: 2018年分地区拟建项目同比增长情况



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 17: 西北2018年拟建项目同比增长情况



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

表 1: 2019年部分省份重点项目情况

省区	甘肃	宁夏	新疆	陕西
重点项目 (个)	151	693	360	600
总投资 (亿元)	7597			
年度计划投资 (亿元)	1340	1224		5059
续建项目 (个)	78	408	180	262
续建项目总投资 (亿元)	4419			
续建项目年度计划投资 (亿元)	819	833		
计划新开工项目 (个)	50	285	180	123

数据来源: 各省政府网站、广发证券发展研究中心

表 2: 西北五省2019年交通基建投资计划情况

省份	交通基建投资计划	项目
甘肃	交通运输固定资产投资 771 亿元	重点抓好景泰至中川机场、平凉至天水、甜水堡至永和、武都至九寨沟等 10 条 1433 公里国家高速，双城至达力加、王格尔塘至夏河、通渭至定西、打扮梁至庆城等 22 条 1628 公里省级高速，以及具有集散、连通、畅游、经济功能的板桥至小园子、舟曲至永和、新天至马蹄寺等 78 条 3889 公里普通国省道及旅游公路建设。开工建设兰州新区至兰州、兰州北绕城东段高速公路。争取兰州中川国际机场三期扩建工程等项目获批建设。
宁夏	计划完成公路水路固定资产投资 120 亿元以上	新增高速公路 110 公里，升级改造普通国省干线公路 195 公里，新建农村公路 900 公里以上，重点推进银西高铁、包银高铁、中兰高铁、宝中铁路扩能改造、京藏高速改扩建、西线供水等一批基础设施项目，加快建设宁夏美术馆、北师大银川学校、固原中医院扩建等一批社会民生项目。
新疆	力争完成交通运输固定资产投资 526.33 亿元	新建国省干线 841 公里，新增高速公路 434 公里，新建农村公路 1.2 万公里，乌鲁木齐至尉犁、若羌至民丰等多条高速公路开工建设；皮山县阿克肖水库、喀什至伽师等一市四县城乡饮水安全工程、伊宁县石门水库、大石峡水库等一批水利工程开工。
青海		开工建设西成铁路、西宁机场三期、玉树机场扩建和青海湖机场，推进青藏铁路格拉段电气化改造前期工作，开展西格段高速铁路前期研究，力争开工建设都兰等通用机场。开工建设格尔木至老茫崖、老茫崖至青新界等项目。

陕西	计划全年完成交通投资 650 亿元	高速公路方面，今年续建项目 19 个，力争开工项目 2 个，建设规模 1500 公里以上。国省干线公路改造规模 2000 公里，建成 400 公里以上。新改建、完善农村公路 4000 公里。力争开工京昆线蒲城至涝峪口改扩建工程、鄂邑至周至至眉县高速公路。
		高速铁路方面，加快推进银川至西安、西安至延安高铁建设，加快西安至十堰、西安至安康、延安至榆林等高铁项目前期手续办理，实现西安至十堰高铁开工建设，力争西安至安康、延安至榆林高铁开工；城际铁路方面，有序推进西安至韩城、机场至阎良、西安至法门寺、法门寺至机场等 4 个城际铁路项目建设。

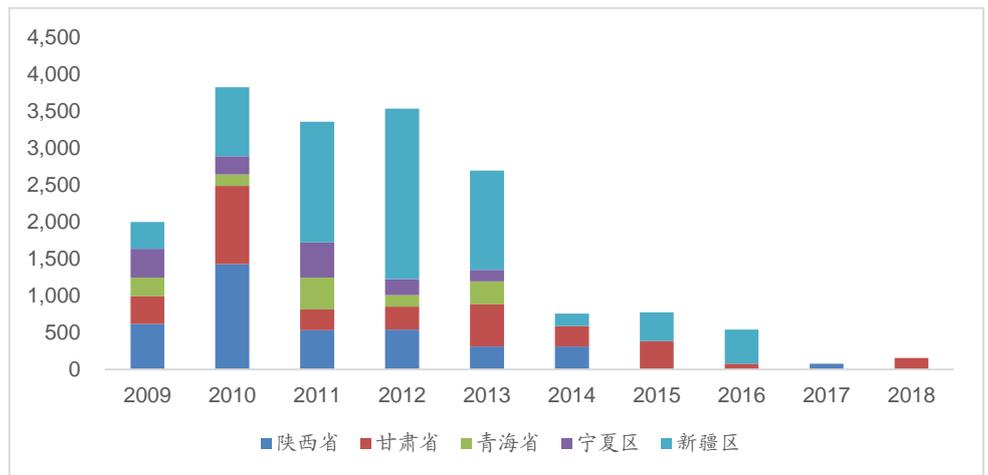
数据来源：各省政府网站、广发证券发展研究中心

错峰趋严、市场格局集中，供需关系有望继续向好

错峰生产仍在收紧，推动区域供需关系改善

2009年四万亿刺激下，西北地区经历了一轮产能投放高峰，不过随着产能投放高峰结束，2014年以来新增供给明显减少，仅新疆、甘肃、宁夏等地有零星产能投产，供给冲击有限。

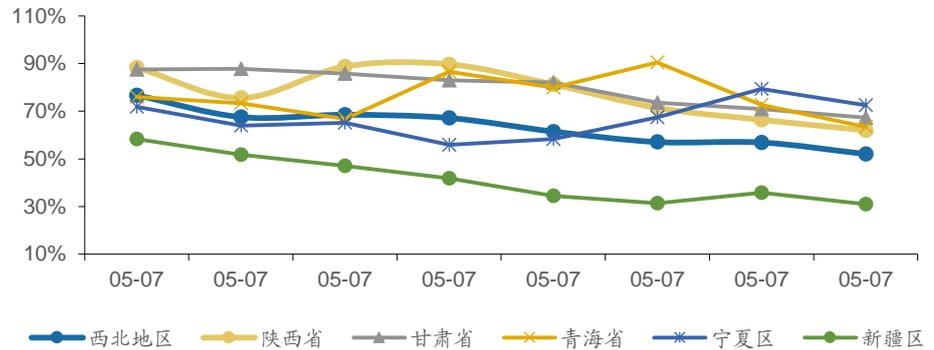
图 18：西北地区历经产能投放高峰后新增产能较少（单位：万吨）



数据来源：数字水泥、广发证券发展研究中心

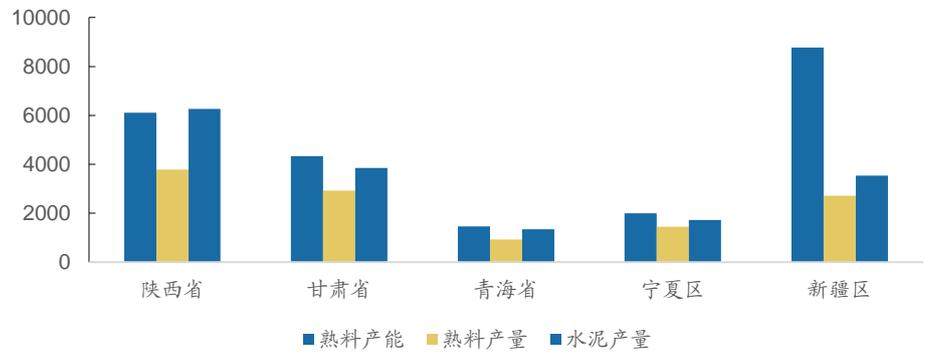
从历史上来看，2009-2011年行业持续高景气，刺激了2010-2013年西北地区新增产能的持续高增长，但产能投放高峰之后，不同省份地区之间的供求关系变化也有所区别：甘肃、青海并未出现严重的供需失衡，区域需求仍保持不错增速，产能得到有效消化，熟料产能利用率保持在不错水平；宁夏14-15年面临比较严重的产能过剩问题，16年由于需求回升熟料产能利用率也随之回升；陕西市场此前熟料产能利用率在较高位置，受产能冲击和市场竞争格局波动，熟料产能利用率高位有所回落；而新疆地区需求高增长结束后出现急跌，使得整个新疆地区的供需关系急转直下出现大幅恶化，产能过剩十分严重，熟料产能利用率一路走低，近几年熟料产能利用率长期在40%以下。

图 19: 西北地区熟料产能利用率



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 20: 西北五省2018年熟料产能、熟料产量、水泥产量 (单位: 万吨)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

新疆是全国产能过剩最严重的地区,因此错峰生产最早出现在新疆有其必然性(2014年11月新疆地区率先实行水泥错峰生产,同时也是第一个全面取消32.5水泥的地区);随着2016年工信部和环保部联合推进错峰生产的全面展开,西北地区的错峰停产力度也在持续加大,由于西北错峰工作开展早,落实细节上具备较为丰富经验,其实际错峰执行情况也比较到位;因此虽然2016年开始西北五省的表观产能利用率出现了下降,但考虑到错峰停产减少了有效供给,实际区域产能利用率实则有提升(熟料产量下降,但区域价格出现明显上涨)。2019年西北地区的错峰生产力度并没有放松,新疆、青海的错峰停产时间还进一步延长,区域供需关系有望进一步改善

图 21: 西北熟料产量增速



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图 22: 西北地区水泥价格



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

表 3: 西北五省错峰停产时间

省区	2018-2019 年	2017-2018 年	
新疆	和田	2018 年 12 月 1 日至 2019 年 3 月 1 日、 2019 年 4 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日	2017 年 12 月 1 日至 2018 年 3 月 1 日
	喀什、克州	2018 年 11 月 1 日至 2019 年 3 月 1 日、 2019 年 4 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日	2017 年 11 月 16 日至 2018 年 3 月 16 日
	阿克苏、巴州	2018 年 11 月 1 日至 2019 年 4 月 1 日、 2019 年 5 月 1 日至 2019 年 6 月 1 日	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 1 日
	乌鲁木齐、昌吉、吐鲁番、石河子	2018 年 11 月 1 日至 2019 年 4 月 1 日、 2019 年 5 月 1 日至 2019 年 6 月 1 日	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 5 月 16 日
	其它地州市	2018 年 11 月 1 日至 2019 年 5 月 1 日、 2019 年 6 月 1 日至 2019 年 7 月 1 日	2017 年 11 月 1 日至 2018 年 4 月 16 日
宁夏	2018 年 12 月 1 日至 2019 年 3 月 10 日	2017 年 12 月 10 日至 2018 年 3 月 20 日	
甘肃	2018 年 11 月 1 日至 2019 年 3 月 10 日	2017 年 11 月 1 日起至 2018 年 3 月 15 日	
青海	2018 年 12 月 6 日起, 累计停窑 5.5 个月	2017 年 12 月 1 日至 2018 年 11 月 30 日累计停窑 150 天	
陕西	2018 年 11 月 15 日至 2019 年 3 月 15 日	2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日	

数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

区域市场封闭, 市场较为集中, 具备较好的供给格局基础

西北各省的水泥市场集中度都相对较高, 除新疆之外, CR3 都在 60% 以上。考虑西北是地域辽阔的内陆地区, 区域封闭性强, 实际区域格局更为集中, 以产能规模较大、地域较广的新疆、甘肃为例: 新疆整体市场集中度在西北五省中最低, 但由于其地处内陆、地广人稀, 疆内同样呈现一定的区域分化, 一般新疆水泥市场可以划分为东疆、乌昌、北疆、南疆四个地区。东疆和乌昌地区的市场集中度最高, CR3 也都在 70% 以上, 南疆地区的 CR3 也在 60% 以上, 北疆外围市场较为分散。

甘肃市场同样如此, 甘肃本身全省市场集中度已经较高, 但其地形狭长, 区域

市场也有明显分化，祁连山在陇南市场占据绝对优势，市场份额达到80%；陇东市场海螺主导，和祁连山两家合计市场份额也在80%左右；以兰州为中心的甘中地区相对分散，但都是大企业占主导，祁连山也将近有38%的份额；河西市场相对分散，都是单点企业，祁连山也大约占到37%的市场份额。

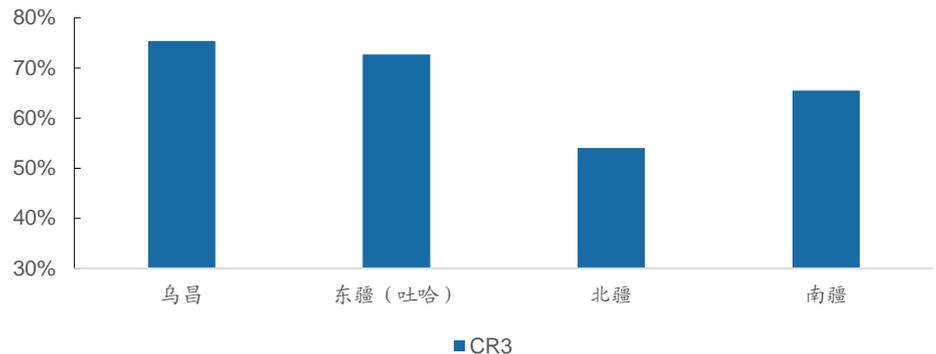
可以看到，西北水泥市场的集中度并不低，基本上都由中建材（祁连山、宁夏建材、天山股份）、海螺等大企业主导，具备较好的供给格局基础，随着错峰停产常态化实施，企业间协同意识也在明显增强。

表 4: 西北五省市场集中度情况

地区	前三企业	CR3	CR1
宁夏	宁夏建材、宁夏瀛海、明峰萌城	72.80%	41.83%
甘肃	祁连山、海螺、宁夏建材	69.89%	50.61%
青海	金圆、祁连山、盐湖海钠	65.13%	28.93%
陕西	尧柏、冀东、海螺	64.82%	25.52%
新疆	天山、青松建化、天业水泥	56.27%	32.07%

数据来源：水泥地理、广发证券发展研究中心

图 23: 新疆各地区水泥市场集中度情况 (CR3)



数据来源：水泥地理、广发证券发展研究中心

图 24: 新疆区域市场



数据来源：水泥地理、广发证券发展研究中心

图 25: 甘肃区域市场



数据来源：水泥地理、广发证券发展研究中心

图 26: 陕西区域市场



数据来源: 水泥地理、广发证券发展研究中心

图 27: 宁夏区域市场



数据来源: 水泥地理、广发证券发展研究中心

2019 年西北水泥龙头依然具备盈利弹性

我们以祁连山、天山股份、宁夏建材三家西北水泥上市龙头公司为例，2018年3家公司受区域基建回落需求下滑影响，销量均有所下降，但受益于错峰停产、供给格局不错，实际供需关系仍得以改善，2018年核心区域水泥价格均同比有所提升，带来企业盈利改善。

当前三家公司核心市场的水泥价格及公司盈利水平距2010-2011年的历史高点仍有一段距离（天山股份吨净利超过2011年峰值，主要是去年华东市场盈利创历史新高，其江苏产能去年盈利贡献较大，3家江苏子公司合计净利润达到7.6亿；而2011年盈利主要还是疆内市场贡献，去年公司疆内市场吨净利大约40-50元）；2019年西北水泥市场一季度迎来良好开局，旺季开启后需求回暖趋势有望延续，公司全年销量有望重回正增长；同时区域供给格局集中，错峰协同仍然得以良好执行，供需关系持续改善下价格仍具备弹性，作为西北区域龙头公司的盈利弹性有望进一步显现。

表 5: 西北三家龙头水泥公司盈利数据

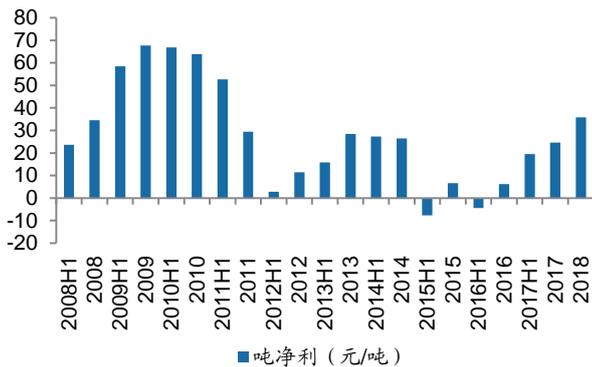
西北水泥企业		2018	2017	2014	2011	2010
祁连山	主要区域水泥价格(元/吨)	369	344	347	406	448
	公司销售(万吨)	1926	2153	2106	1181	835
	归属净利润	6.55	5.75	5.62	3.32	4.91
	ROE	11.77%	11.24%	12.81%	12.32%	21.09%
	吨净利	36	25	26	29	64
宁夏建材	主要区域水泥价格(元/吨)	326	290	245	367	397
	公司销售(万吨)	1510	1734	1573	838	683
	归属净利润	4.28	3.37	2.72	3.53	5.62
	ROE	8.99%	7.72%	6.55%	9.75%	24.11%
	吨净利	32	22	23	45	86

天山股份	主要区域水泥价格 (元/吨)	398	288	320	528	503
	公司销售 (万吨)	1946	2288	2557	2130	1654
	归属净利润	12.41	2.65	2.52	11.3	5.05
	ROE	15.71%	4.33%	3.76%	27.59%	19.06%
	吨净利	80	15	12	76	46

数据来源: wind、数字水泥、广发证券发展研究中心

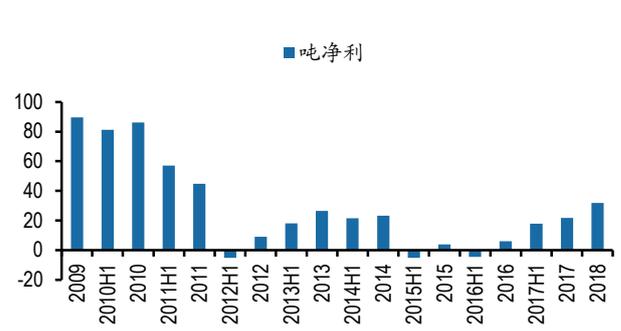
注: 祁连山主要区域均价为甘肃兰州; 宁夏建材主要区域均价为宁夏银川; 天山股份主要区域均价为新疆乌鲁木齐;

图 28: 祁连山吨净利 (元)



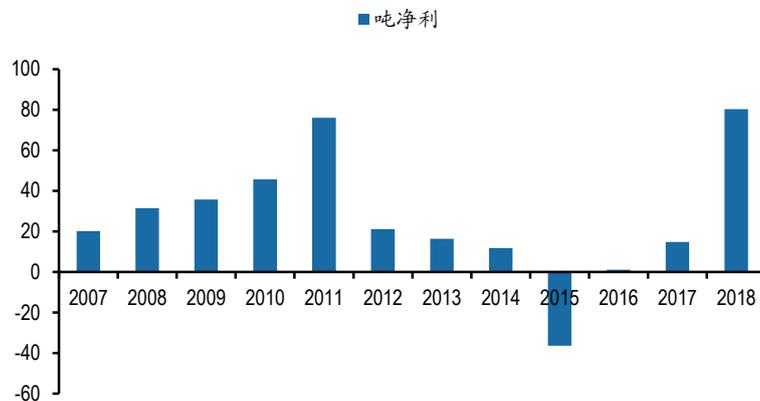
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 29: 宁夏建材吨净利 (元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 30: 天山股份吨净利 (元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

投资建议: 关注西北水泥股的投资机会

2019年基建回升有望重振西北水泥市场需求, 当前一季度开局良好, 4-5月份将进入北方旺季, 需求高景气有望进一步验证; 供给方面错峰停产执行并未放松, 区域水泥价格仍有提涨空间, 西北水泥公司2019年盈利依然具备弹性; 同时西部大

开发、“一带一路”政策预期持续升温，中长期来看区域需求亦有支撑；两材合并后，在中建材主导下（旗下三家西北水泥上市公司-祁连山、天山股份、宁夏建材），区域市场格局整合优化有望加速；**相关标的：区域需求回升态势较好、盈利趋势上行而PB估值较低的甘青水泥龙头祁连山、新疆水泥龙头天山股份。**

表 6：主要水泥上市公司估值表

公司	吨市值 (元)	吨 EV (元)	PB (LF)	PE(TTM)	2018 年销量(万 吨)	熟料产能(万 吨)	2018 年归属净 利(亿元)	2018 年 ROE(%)
祁连山	388	463	1.30	11.46	1926	1829	6.55	11.77
宁夏建材	353	353	1.03	11.71	1510	1559	4.28	8.99
天山股份	689	550	1.67	11.31	1946	2995	12.41	15.71
冀东水泥	463	670	2.34	18.33	9664	9500	14.83	10.36
上峰水泥	723	937	3.77	9.25	1458	1200		
海螺水泥	604	789	2.10	7.92	36800	25200	298.14	29.66
华新水泥	610	664	2.82	9.08	7009	5806	51.81	36.27
万年青	702	1196	2.69	9.54	2649	1400	18.38	32.20
塔牌集团	872	1219	1.81	9.44	1795	1163	17.23	20.01

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 7：中建材旗下水泥业务平台情况（熟料产能数据截止2018年）

原属集团	公司	熟料产能(万吨)	区域
中国建材	南方水泥	9851.8	上海、浙江、江苏、湖南、江西、广西、福建、安徽
	西南水泥	8081.7	四川、云南、贵州、重庆
	中联水泥	8140.6	山东、江苏、河南、河北、安徽、山西、内蒙古、四川
	北方水泥	2405.6	辽宁、吉林、黑龙江
原中材系	中材水泥	1959.2	陕西、湖南、广东、江西、安徽、江苏、 新疆
	天山股份	3276.7	新疆 、江苏
	祁连山集团	1829	甘肃、青海、西藏
	宁夏建材	1559.3	甘肃、宁夏

数据来源：中国水泥网、广发证券发展研究中心

风险提示

基建项目开工不达预期、错峰停产执行不达预期、新增产能超出预期、企业协同低于预期、原材料成本大幅上涨、两材合并进程低于预期

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与冀东水泥(000401)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。