

# 水泥制造

## 一季度高增长有基数原因，继续看好华北

基建投资回暖与春节错位因素共促 Q1 水泥产量快速增长。一季度水泥产量增长 9.4%，3 月单月同比增长 22.2%。我们判断一季度的“超高增速”一方面是年初以来下游基建、地产的表现略超此前市场预期，另一方面也受到了春节错位因素影响。考虑到 2018-2019 年 Q1 累计水泥增速为 4.5%，预计随着二季度错位效应消失，水泥需求增速或逐步回落到 5%以内，但延续温和增长。需求结构中印证年初判断，基建较好，一二线地产销售好转，3 月地产数据边际好转或提振房企信心，预计后续仍具备较好韧性。

3 月全国各个大区水泥需求均有明显加速，区域景气差异延续收窄趋势。北方地区需求持续回升，西南受益基建拉动亦有不错表现。

(1) 北方地区以泛京津冀区域需求最为强劲，东北区域一季度有反弹迹象（但一季度基数较低的影响可能较大），西北地区维持温和回升，省区之间有所差别。一方面得益于“稳增长、补短板”下基建需求的持续性回暖，这一趋势从去年四季度已经开始显现，另一方面北方一季度基数低，复工时间提前使得 3 月单月增速波动较大。但华北、东北 2018-2019 年一季度的累计增速仍有两位数增长，说明剔除复工节奏影响后区域实际需求的增长仍然非常强劲。从 4 月区域发货情况来看，泛京津冀、东北和西北的陕西、甘肃发货率同比仍有明显的提升。

(2) 南方需求表现略超预期，后续仍具备较强的韧性。基建投资的回暖使得西南地区（除贵州外）水泥需求延续了去年以来强劲的增长，川渝滇地区在新一轮西部大开发规划中定位较高，在建项目体量可观，预计中期需求的增长仍具备一定持续性。长三角地区一季度需求受地产边际改善的拉动略超预期，而两广受天气影响需求相对偏弱。从中期角度来看，长三角和珠三角地区经济发展水平高、地方财力强，需求具有较强韧性，维持高位的微幅波动。

### 投资建议：

京津冀 4 月发货量继续高增，持续验证前期判断，区域价格也出现持续上涨，在环保保持高压之下，未来区域景气有望复制前两年华东走势，我们继续重点推荐冀东水泥。

4 月其他区域水泥发货情况良好，尤其是陕甘和川渝滇地区增长较快，华东年初降价之后价格已经企稳回升，而估值仍在低位，我们继续推荐祁连山、华新水泥、宁夏建材、天山股份、海螺水泥、万年青。

风险提示：宏观政策反复、环保超预期放松、市场竞争态势恶化风险。

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
000401	冀东水泥	买入	0.08	1.10	1.92	2.60	232.5	16.9	9.7	7.2
600720	祁连山	增持	0.74	0.84	1.06	1.15	12.5	11.0	8.7	8.0
600585	海螺水泥*	-	2.99	5.63	5.79	5.95	14.2	7.6	7.4	7.2
600801	华新水泥*	-	1.39	3.46	3.75	3.96	20.8	8.3	7.7	7.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所；注：标\*号公司 EPS 盈利预测为 wind 一致预测数值

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

研究助理 石峰源

邮箱：shifengyuan@gszq.com

### 相关研究

1、《水泥制造：1-2月产量数据点评：需求具有韧性，泛京津冀表现抢眼》2019-03-18

2、《水泥制造：2019年投资策略：周期往复，看好京津冀水泥》2019-01-08



## 内容目录

2019年1-3月水泥产量数据点评 .....	3
1、基建投资回暖与春节错位因素共促Q1水泥产量快速增长 .....	3
2、区域差异持续收窄，华北及西南需求增长强劲 .....	4
投资建议 .....	7
风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1: 一季度基建投资延续回升态势，地产投资显示强韧性 .....	3
图表 2: 地产新开工维持较快增长，销售边际改善 .....	4
图表 3: 华北及西南水泥需求增长强劲，华东、华南地区需求具备韧性（各省区水泥产量累计增速，%） .....	5
图表 4: 全国水泥平均价格 .....	6
图表 5: 全国水泥平均库容比 .....	6
图表 6: 全国水泥平均出货率 .....	6
图表 7: 长三角地区水泥平均出货率 .....	6
图表 8: 泛京津冀地区水泥平均出货率 .....	6
图表 9: 两广地区平均出货率 .....	6

## 2019年1-3月水泥产量数据点评

### 1、基建投资回暖与春节错位因素共促 Q1 水泥产量快速增长

- (1) 一季度水泥产量增长 9.4%，增速水平为 2011 年以来的最高值，其中累计增速较 1-2 月加快 8.9pct，3 月单月同比增长 22.2%。我们判断一季度的“超高增速”一方面的确反映了年初以来下游基建、地产的表现略超此前市场预期，另一方面也受到了春节错位因素对基数的影响，去年和今年 3 月单月增速的波动反映了这一点。
- (2) 今年 3 月高增速对应的是 2018 年 3 月单月水泥产量 15.6% 的下滑，去年一季度也累计下滑 4.5%，因此实际上 2018-2019 年累计水泥增速为 4.5%。考虑到去年水泥单月增速自 4 月以来维持小幅正增长，若剔除复工时间影响后，我们判断随着二季度错位效应消失，水泥需求增速或逐步回落到 5% 以内，但延续温和增长。
- (3) 细分结构来看，基建投资延续改善趋势，年内将是确定的持续改善方向。1-3 月基建投资（不含电力等）同比增长 4.4%，较 1-2 月加快 0.1pct，老口径基建投资同比增长 3.0%，较 1-2 月加快 0.5pct，反映宽信用与财政发力等稳内需措施效果正在逐步显现，全年来看补短板以及“宽财政、宽信用”配套措施作用下，我们判断基建需求仍将是确定的持续改善方向，因此基建需求占比相对较大的北方和西南地区受益更大。
- (4) 地产数据边际好转较超预期，后续仍具备较好韧性。1-3 月地产投资在土地购置面积和成交金额大幅下滑的背景下仍维持同比 11.8% 的较快增长，指向施工端的改善，其中建筑工程分项投资增长 8.5%，反映新开工端向施工端的传导。因此地产需求的边际提升亦是 3 月水泥需求超预期的重要原因。随着因城施策的实施与宽信用的显著效果，3 月销售数据有所改善，或提振房企预期，较好的资金环境下我们判断地产需求具备较好的韧性。

图表 1：一季度基建投资延续回升态势，地产投资显示强韧性

	固定资产投资					三大类基建投资		
	累计增速					累计增速		
	固定资产投资 (不含农户)	制造业投资	房地产开发投资	基建投资 (不含电力)	基建投资	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	水利、环境和公共设施管理业
2018-02	7.9%	4.3%	9.9%	16.1%	11.3%	-6.1%	13.4%	16.1%
2018-03	7.5%	3.8%	10.4%	13.0%	8.3%	-8.9%	9.7%	13.8%
2018-04	7.0%	4.8%	10.3%	12.4%	7.6%	-8.4%	10.9%	11.2%
2018-05	6.1%	5.2%	10.2%	9.4%	5.0%	-10.8%	7.5%	9.2%
2018-06	6.0%	6.8%	9.7%	7.3%	3.3%	-10.3%	6.3%	6.3%
2018-07	5.5%	7.3%	10.2%	5.7%	1.8%	-11.6%	4.6%	4.8%
2018-08	5.3%	7.5%	10.1%	4.2%	0.7%	-11.4%	3.1%	3.4%
2018-09	5.4%	8.7%	9.9%	3.3%	0.3%	-10.7%	3.2%	2.2%
2018-10	5.7%	9.1%	9.7%	3.7%	0.9%	-9.6%	4.6%	2.1%
2018-11	5.9%	9.5%	9.7%	3.7%	1.2%	-8.8%	4.5%	2.4%
2018-12	5.9%	9.5%	9.5%	3.8%	1.8%	-6.7%	3.9%	3.3%
2019-02	6.1%	5.9%	11.6%	4.3%	2.5%	-1.4%	7.5%	-0.4%
2019-03	6.3%	4.6%	11.8%	4.4%		0.7%	6.5%	1.0%

资料来源：国家统计局、Wind、国盛证券研究所

图表 2: 地产新开工维持较快增长, 销售边际改善

	累计增速							单月增速						
	房地产开发投资完成额	房屋新开工面积	房屋施工面积	房屋竣工面积	商品房销售面积	土地购置面积	土地成交价款	房地产开发投资完成额	房屋新开工面积	房屋竣工面积	商品房销售面积	土地购置面积	土地成交价款	
2018-02	9.9%	2.9%	1.5%	-12.1%	4.1%	-1.2%	0.0%	10.8%	17.8%	-5.3%	3.2%	3.5%	48.8%	
2018-03	10.4%	9.7%	1.5%	-10.1%	3.6%	0.5%	20.3%	10.8%	17.8%	-5.3%	3.2%	3.5%	48.8%	
2018-04	10.3%	7.3%	1.6%	-10.7%	1.3%	-2.1%	13.6%	10.2%	2.9%	-13.6%	-4.1%	-7.8%	1.6%	
2018-05	10.2%	10.8%	2.0%	-10.1%	2.9%	2.1%	16.0%	9.8%	20.5%	-7.0%	8.0%	13.5%	21.4%	
2018-06	9.7%	11.8%	2.5%	-10.6%	3.3%	7.2%	20.3%	8.4%	15.0%	-12.7%	4.5%	21.1%	30.1%	
2018-07	10.2%	14.4%	3.0%	-10.5%	4.2%	11.3%	21.9%	13.2%	29.4%	-10.2%	9.9%	32.1%	28.7%	
2018-08	10.1%	15.9%	3.6%	-11.6%	4.0%	15.6%	23.7%	9.3%	26.6%	-21.1%	2.4%	44.7%	31.8%	
2018-09	9.9%	16.4%	3.9%	-11.4%	2.9%	15.7%	22.7%	8.9%	20.3%	-9.2%	-3.6%	16.4%	18.6%	
2018-10	9.7%	16.3%	4.3%	-12.5%	2.2%	15.3%	20.6%	7.7%	14.7%	-20.9%	-3.1%	12.2%	9.5%	
2018-11	9.7%	16.8%	4.7%	-12.3%	1.4%	14.3%	20.2%	9.3%	21.7%	-11.0%	-5.1%	8.1%	17.8%	
2018-12	9.5%	17.2%	5.2%	-7.8%	1.3%	14.2%	18.0%	8.2%	20.5%	5.8%	0.9%	13.9%	6.7%	
2019-02	11.6%	6.0%	6.8%	-11.9%	-3.6%	-34.1%	-13.1%	12.0%	18.1%	-8.4%	1.8%	-31.5%	-40.0%	
2019-03	11.8%	11.9%	8.2%	-10.8%	-0.9%	-33.1%	-27.0%	12.0%	18.1%	-8.4%	1.8%	-31.5%	-40.0%	

资料来源: 国家统计局、Wind、国盛证券研究所

## 2、区域差异持续收窄, 华北及西南需求增长强劲

3月全国各个大区水泥需求均有明显加速, 区域景气差异延续收窄趋势。北方地区需求持续回升, 西南受益基建拉动亦有不错表现。

(1) 北方地区整体延续去年 Q4 以来需求复苏的趋势, 以泛京津冀区域需求最为强劲, 东北区域一季度有反弹迹象 (但可能一季度基数较低的影响较大), 西北地区维持温和回升 (但省区之间有一定分化)。

一季度华北、东北、西北地区水泥产量分别增长 48.1%、66.2%和 19.7%, 较 1-2 月加快 14.3pct、56.8pct 和 1.1pct, 其中京津冀、泛京津冀 Q1 同比增长 34.4%和 37.6%, 较 1-2 月加快 10.8pct 和 11.1pct。我们判断一方面得益于“稳增长、补短板”下基建需求的持续性回暖, 这一趋势从去年四季度已经开始显现, 另一方面北方一季度基数低, 复工时间提前使得 3 月单月增速波动较大。

我们通过计算 2018-2019 年一季度的累计增速在一定程度上消除今年春节错位的影响, 结果显示华北、东北地区仍有两位数增长。京津冀、泛京津冀区域两年一季度累计增速仍有 9.8%、12.3%, 因而剔除复工节奏影响后区域实际需求的增长仍然非常强劲。西北地区两年的累计水泥产量整体有所下滑, 反映需求复苏弱于华北, 但其中甘肃经历前两年下滑后一季度水泥产量已经回升至与 17 年持平, 在西北区域中表现较为抢眼。从 4 月区域发货情况来看, 泛京津冀、东北和西北的陕西、甘肃发货率同比仍有明显的提升。

南北水泥需求的分化在近五年加剧, 其中三北地区整体需求均经历了持续的下滑, 去年四季度以来北方水泥需求的持续回暖标志着修复性增长周期的开始。“区域协调发展”国家战略叠加“补短板”下基建投资力度推动的此轮北方水泥需求的修复性增长具备持续性, 其中京津冀地区受益于国家战略和区域人口基础, 我们判断其需求回暖的强度和持续性将更为突出, 西北地区随着新一轮西部大开发的实施, 需求也将受到进一步提振。

(2) 南方需求表现略超预期, 后续仍具备较强的韧性。基建投资的回暖使得西南地区 (除贵州外) 水泥需求延续了去年以来强劲的增长, 川渝滇地区在新一轮西部大开发规

划中定位较高，在建项目体量可观，预计中期需求的增长仍具备一定持续性。

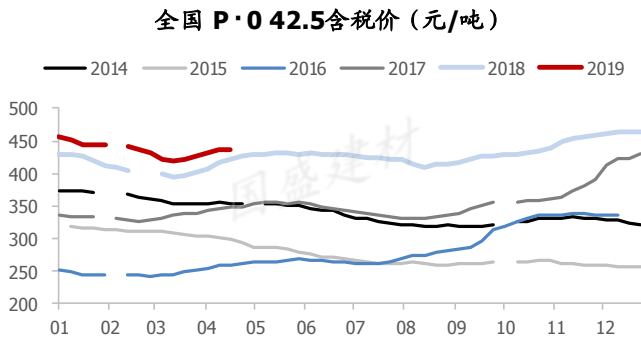
长三角地区一季度需求受地产边际改善的拉动略超预期，而两广受天气影响需求相对偏弱，同比有所下滑，但从中期角度来看，长三角和珠三角地区经济发展水平高、地方财力强，需求具有较强韧性，维持高位的微幅波动。

图表 3: 华北及西南水泥需求增长强劲，华东、华南地区需求具备韧性 (各省区水泥产量累计增速，%)

	2018-03	2018-10	2018-11	2018-12	2019-02	2019-03	2018、2019Q1累计
<b>全国</b>	<b>-4.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.0</b>	<b>0.5</b>	<b>9.4</b>	<b>4.5</b>
<b>华北地区</b>	<b>-22.0</b>	<b>3.2</b>	<b>5.7</b>	<b>8.5</b>	<b>33.8</b>	<b>48.1</b>	<b>15.5</b>
北京	-6.0	10.8	11.6	11.5	-17.8	-1.6	-7.5
天津	3.0	47.6	49.5	53.4	6.0	32.1	36.1
河北省	-20.1	4.1	5.4	8.0	27.8	36.3	8.9
山西省	-32.0	7.5	11.1	15.7	83.8	126.8	54.2
内蒙古	-31.5	-9.4	-6.1	-5.0	55.6	25.3	-14.2
<b>东北地区</b>	<b>-16.0</b>	<b>-7.6</b>	<b>-6.3</b>	<b>-5.7</b>	<b>9.4</b>	<b>66.2</b>	<b>39.7</b>
辽宁省	-10.3	3.7	4.9	6.2	16.1	57.9	41.6
吉林省	4.2	-18.9	-17.3	-16.6	-18.9	57.2	63.8
黑龙江省	-53.4	-17.4	-16.9	-17.5	16.6	123.2	4.1
<b>华东地区</b>	<b>-6.8</b>	<b>3.2</b>	<b>1.6</b>	<b>3.1</b>	<b>4.2</b>	<b>12.4</b>	<b>4.8</b>
上海市	0.2	1.0	-1.9	-1.6	-4.2	10.6	10.8
江苏省	-12.6	-3.4	-7.7	-2.5	-0.5	5.2	-8.0
浙江省	3.2	15.7	14.1	12.4	-4.2	8.6	12.1
安徽省	-10.6	3.5	2.3	1.8	17.3	19.9	7.2
福建省	4.1	9.9	9.5	7.6	4.8	9.7	14.3
江西省	3.9	5.5	4.4	4.7	-10.2	-2.7	1.1
山东省	-18.5	-4.6	-4.5	-0.7	28.9	40.2	14.3
<b>中南地区</b>	<b>-1.1</b>	<b>3.4</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>-5.3</b>	<b>2.2</b>	<b>1.1</b>
河南省	-17.0	0.6	0.9	5.2	19.0	24.1	3.0
湖北省	-12.0	0.2	0.4	0.6	6.5	14.3	0.6
湖南省	-1.3	2.1	1.2	-1.3	-15.6	-5.7	-6.9
广东省	11.6	5.2	5.7	5.6	-7.8	-2.0	9.4
广西省	10.7	7.7	7.5	6.3	-11.5	-5.9	4.2
海南省	10.9	6.6	13.7	11.8	-23.2	-13.1	-3.6
<b>西南地区</b>	<b>3.1</b>	<b>7.4</b>	<b>7.4</b>	<b>6.4</b>	<b>-2.8</b>	<b>4.7</b>	<b>8.0</b>
重庆市	6.2	7.5	7.3	6.9	7.5	15.2	22.4
四川省	1.8	8.5	7.7	6.2	3.4	6.3	8.3
贵州省	3.0	6.2	4.9	4.8	-19.4	-6.9	-4.1
云南省	4.7	6.4	7.2	5.9	-3.2	6.0	10.9
西藏	-24.1	20.4	43.8	42.2	36.9	28.6	-2.4
<b>西北地区</b>	<b>-26.6</b>	<b>-8.7</b>	<b>-9.2</b>	<b>-8.2</b>	<b>18.6</b>	<b>19.7</b>	<b>-12.2</b>
陕西省	-24.8	-2.2	-2.1	-0.0	17.2	17.3	-11.8
甘肃省	-24.6	-3.5	-4.6	-4.0	35.2	31.8	-0.6
青海省	-51.0	0.1	0.5	0.1	-8.6	9.5	-46.4
宁夏	-28.5	-20.0	-20.8	-20.3	35.8	13.0	-19.2
新疆	-22.6	-19.2	-20.1	-20.3	8.5	19.6	-7.5
<b>竞争区域</b>							
京津冀	-18.3	6.2	7.6	10.2	23.6	34.4	9.8
泛京津冀	-18.4	0.8	1.6	5.5	26.5	37.6	12.3
长三角	-7.8	4.2	1.6	3.1	3.2	10.5	1.8
两广	11.2	6.3	6.5	5.9	-9.4	-3.7	7.1

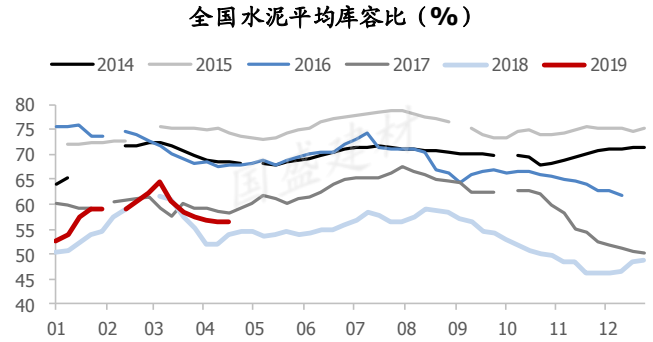
资料来源：国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

图表 4: 全国水泥平均价格



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 5: 全国水泥平均库容比



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 6: 全国水泥平均出货率



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 7: 长三角地区水泥平均出货率



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 8: 泛京津冀地区水泥平均出货率



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

图表 9: 两广地区平均出货率



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

## 投资建议

- 京津冀4月发货量继续高增，持续验证前期判断，区域价格也出现持续上涨，在环保保持高压之下，未来区域景气有望复制前两年华东走势，我们继续重点推荐冀东水泥。
- 4月其他区域水泥发货情况良好，尤其是陕甘和川渝滇地区增长较快，华东年初降价之后价格已经企稳回升，而估值仍在低位，我们继续推荐祁连山、华新水泥、宁夏建材、天山股份、海螺水泥、万年青。

## 风险提示

宏观政策反复、环保超预期放松、市场竞争态势恶化风险。

### 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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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