

水泥行业：寡占阶段价格弹性基础好 中枢上移，2019仍处高景气度

2019年05月08日

看好	/	维持
水泥		深度报告

研究员	赵军胜	电话：010-66554088	邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
-----	-----	-----------------	-----------------------	-----------------------

投资摘要：

水泥行业具备区域性和无库存性，煤炭影响成本较大。

水泥存放超出一个月容易变质，运输半径因运输方式不同在100-800公里。电力煤炭成本占比在55%左右，煤炭价格变化大，对于水泥成本的影响灵敏。

中国水泥全球龙头稳固，需求空间仍很大。中国水泥已进入集中度提升和寡占阶段。

全球10大水泥生产国产量占比达78%，中国为50%以上，全球地位稳固。2018年中国城镇化率为58.52%，较发达国家水泥需求高峰期70%以上水平还有很大差距，加上中国建筑习惯，中国水泥需求空间仍很大。水泥行业严格控制新建产能的政策使得水泥产能成为稀缺资产，龙头企业并购意愿强，特别是行业景气度较差阶段集中度容易提升。按照当前中国集中度水平已经进入到寡占IV阶段，龙头企业市场话语权增强。

2016年前的几次景气周期主要是需求拉动带来产能快速增长。

2008年以前水泥需求是地产带动，2009年是“四万亿”投资带，2010年下半年还是地产，但也带来产能的快速增长和过剩。2012年到2013年的周期中价格弹性变小。2013年下半年到2015年底景气度持续下滑低迷带来行业结构新变化。

供给端变化驱动2016年以来的行业景气周期，本次周期韧性更强。

2013年下半年到2015年的行业景气持续下滑，市场优胜劣汰带来行业集中度的提升和协同的稳定。企业悲观情绪重合资产负债表的修复使得水泥行业的生产和复产动力不足和能力不够。环保政策趋严使得水泥企业生产受到控制，供给侧改革下政府对于新增产能控制严格，等量和减量置换，供给端由原来的负面因素变成行业景气度的重要驱动，供给端的变化使得本次周期的韧性变得更强。

2019年地产、基建和乡村振兴齐发力，行业继续以量为主的量价齐升。

2019年地产表现出了自己特有的韧性，并且行业进入到建筑工程阶段，水泥需求会集中释放。基础设施建设在中美贸易战的局面下成为防风险的抓手。2019年是乡村振兴战略的首年，乡村存在巨大发展潜在空间，乡村振兴基建先行，这将带来水泥需求的释放。

2019年预计水泥需求增速为6%，行业仍处高景气度，长期看行业价格中枢上移，弹性增强。

假设2019年固定资产投资增速为5.6%，则水泥需求增速为6%。由于行业集中度高处寡占阶段，长期看价格中枢将会上移，并且在需求变化的情况下向上的弹性变强。

风险提示：地产韧性不及预期。

代码	公司名称	细分产业	产业位置	市值(亿人民币)	PE	评级
600585	海螺水泥	水泥	中游	2069	6.6	强烈推荐
000401	冀东水泥	水泥	中游	202	7.9	推荐
600801	华新水泥	水泥	中游	336	6.4	推荐
600720	祁连山	水泥	中游	57	6.6	强烈推荐
000877	天山股份	水泥	中游	103	6.6	

资料来源：东兴证券研究所、wind

目录

1. 水泥产品以及特性	5
1.1 水泥不能长时间存储，具备区域性	5
1.2 地产和基建建设中不可替代的材料，煤炭对成本影响大	5
2. 中国水泥行业在全球的地位特殊	6
2.1 中国水泥产量在全球的比重超过 50%	6
2.2 中国水泥行业仍具备很大的需求空间	7
3. 中国水泥行业已进入集中度提升和寡占阶段	8
3.1 供给侧改革和市场驱动行业集中度趋势确定	8
3.2 中国水泥行业已达到寡占阶段	9
4. 2016 年前几次周期是需求拉动带动产能快速增长	10
4.1 2016 年之前几次周期变化情况.....	10
4.2 2016 年之前几次周期需求拉动产能过剩.....	11
5. 供给端驱动 2016 年以来景气创历史新高，周期韧性更强	12
5.1 市场优胜劣汰提升行业集中度	12
5.2 实业悲观情绪重和资产负债表修复致复产动力和能力不足	13
5.3 环保政策发力力度大，落实效果好	13
5.4 供给侧改革严控产能保证无增量	13
5.5 2016 到 2019 年以来的这波景气周期韧性更强.....	14
6. 2019 年地产、基建和乡村振兴共发力行业继续量价齐升	15
6.1 2019 年地产韧性，并进入水泥需求释放阶段	15
6.2 2019 年基建投资增速继续改善带来需求.....	16

6.3 乡村振兴战略下推动水泥需求改善	17
7. 预计 2019 年水泥需求增速在 6%左右	20
8. 长期价格中枢上移弹性基础好，2019 年仍处高景气度	21
9. 全球主要水泥公司和上市公司情况	22
9.1 全球水泥龙头公司：中国建材、海螺水泥和拉法基豪瑞	22
9.2 重点的中国水泥上市公司	22
10. 风险提示：地产韧性持续不及预期	23

表格目录

表 1：水泥需求峰值年份和城镇化率等	7
表 2：集中度和市场结构关系一览表	9
表 3：中国水泥和玻璃市场结构类型表	9
表 4：中央农村财政预算和执行表	19
表 5：水泥需求预测用固定资产投资及增速表	21

插图目录

图 1：水泥产品生产工艺图	5
图 2：水泥行业产业链	6
图 3：全球水泥产量和增速（%）	6
图 4：中国占全球水泥产量的比重	6
图 5：中国城镇化率水平	8
图 6：中国人均水泥消耗量	8
图 7：中国水泥熟料设计产能情况	8
图 8：全国历年水泥价格变化和影响因素图	10
图 9：中国水泥年度熟料产能新增	11
图 10：中国水泥和煤炭价格变化图	11
图 11：中国水泥 CR4	12
图 12：中国水泥 CR8	12
图 13：水泥行业本次周期供给侧驱动因素	14
图 14：房地产固定资产累计投资和增速	15
图 15：非房地产固定资产投资和增速	15
图 16：房地产固定资产建筑工程累计投资和增速	16
图 17：土地购置面积、费用及增速	16
图 18：全国基础设施投资和增速变化	16
图 19：全国基础设施投资（不含电力）和增速变化	16

图 20: 全国基建投资增速变化图	17
图 21: 《乡村振兴战略规划（2018-2020 年）》农村基建内容	18
图 22: 全国农村固定资产投资和增速	18
图 23: 全国农村固定资产投资占比	18
图 24: 中国前 10 大水泥熟料公司排名	23

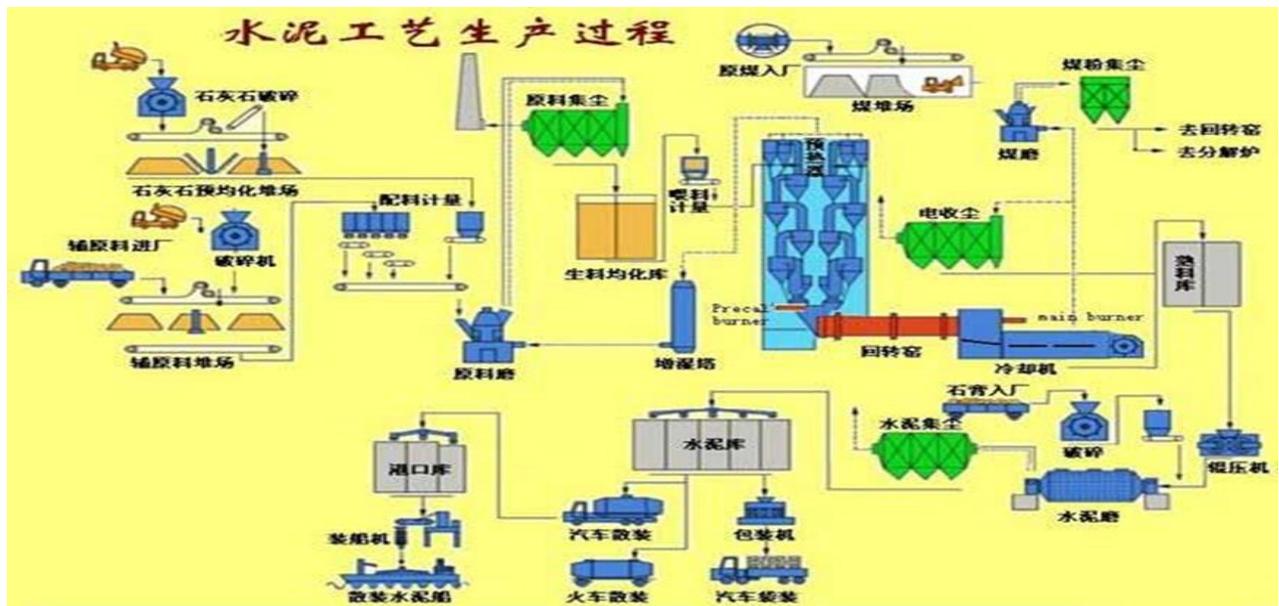
1. 水泥产品以及特性

1.1 水泥不能长时间存储，具备区域性

水泥是最重要的建筑材料之一，主要是用煤炭作为燃料，对石灰石进行煅烧成熟料后，运用电磨机添加辅料石膏、矿渣、粉煤灰等粉磨成水泥产品，随着工艺的改进添加比例越来越大。根据水泥 28 天的抗压强度分为 32.5 级水泥、42.5 级水泥和 52.5 级水泥等，还有用于特殊用途的水泥像白水泥和油井水泥等。水泥是一种粉状水硬性无机胶凝材料，与水混合后，经过物理化学过程能在空气和水中硬化，由可塑性浆体变成坚硬的石状体，并能把砂、石等材料胶结成为整体。

水泥产品不能够长期存放，一般不超过一个月。并且具有运输半径，一般公路为 100-200 公里左右、铁路为 300-500 公里，水路运输一般为 600-800 公里。所以，水泥产品具备很强的区域性。

图 1：水泥产品生产工艺图

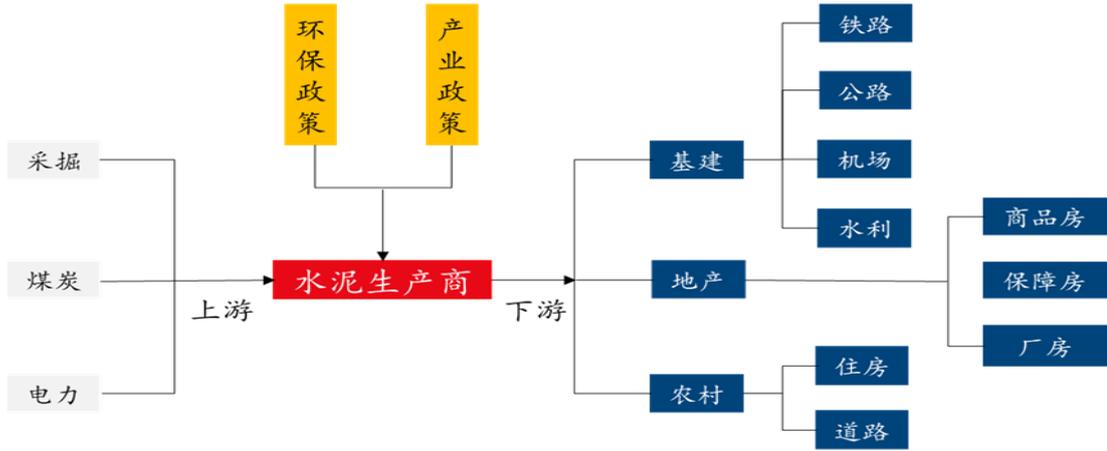


资料来源：互联网，东兴证券研究所

1.2 地产和基建建设中不可替代的材料，煤炭对成本影响大

用水泥制成的砂浆或混凝土被广泛用于土木建筑、交通、水利、电力、石油、化工、国防等工程建设，成为建筑业，特别是钢混建筑的发展基础材料，被称为建筑业的粮食。水泥的上游原材料是石灰石，石灰石等原材料占比在 17%左右；燃料和动力是煤炭和电力，煤炭和电力占到了成本的 55%左右，由于电力和原材料价格相对稳定。煤炭价格市场化，影响水泥的生产成本波动性大。

图 2：水泥行业产业链



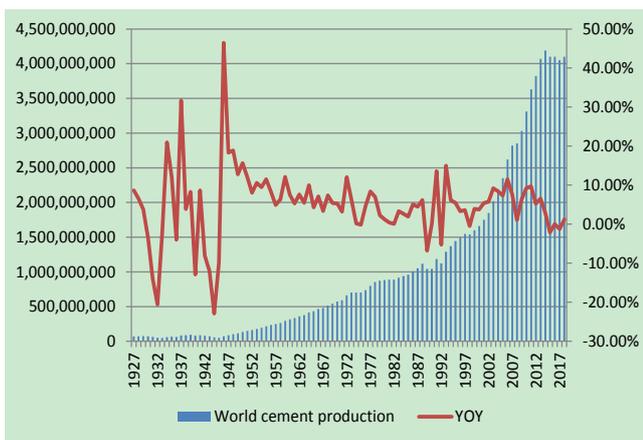
资料来源：WIND、东兴证券研究所整理

2. 中国水泥行业在全球的地位特殊

2.1 中国水泥产量在全球的比重超过 50%

中国是全球水泥产销龙头，并且水泥主要用于国内建设需要。2018 年全球水泥产量为 40.75 亿吨，其中中国水泥产量为 21.77 亿吨，占比高达 53.42%。水泥作为重要的不可替代的混凝土建筑的重要材料，在世界和中国的建筑也发展中起着重要的作用。

图 3：全球水泥产量和增速 (%)



资料来源：USGS, 东兴证券研究所

图 4：中国占全球水泥产量的比重



资料来源：CEIC, 东兴证券研究所

水泥主要生产国和消费国包括中国、印度、美国、越南、土耳其等，2017 年全球前十大水泥生产国的水泥产量占全球总产量比重达 78%；新兴市场的水泥产量约占全球

总产量 90%左右。2017 年中国水泥消费量占全球总消费量约 56%，中国水泥生产和消耗的大国的地位稳固和遥遥领先。

钢混结构建筑为主和发展阶段决定奠定中国水泥龙头地位。中国水泥之所以在全球占比高，主要是因为中国房屋的建设基本上是钢混结构，水泥为钢混建筑中不可缺少的主要材料，包括当前的一些装配式建筑也还利用钢混的墙面和地面等各种装配式部品。水泥成为中国基础设施建设必不可少的主要建筑材料。

更重要的是中国还是发展中国家，基础设施建设以及房屋建设的需求空间很大，带来巨大的水泥需求。虽然经过了多年的发展取得不错的成果，但是西部、乡村等广袤的地区仍然存在基础设施建设的短板以及建筑建设的需求，水泥需求仍存在很大的需求空间。并且中国的建筑更新速度较快，不要几年就会出现建筑和基础设施的更新，这也加大了水泥的需求绝对量。中国水泥龙头地位稳固不可动摇。

2.2 中国水泥行业仍具备很大的需求空间

中国水泥行业仍具备很大的需求空间。水泥的需求端主要来自于地产的建设以及基础设施建设的項目等，所以水泥的需求和城镇化率的关系密切，城镇化是产生基础设施和房地产需求的一个过程，从而带来水泥的需求。中国城镇化率水平还很低，还存在着大量的非城镇人口进入城镇，随着乡村振兴战略的实施，中国城镇化率将进一步提升。

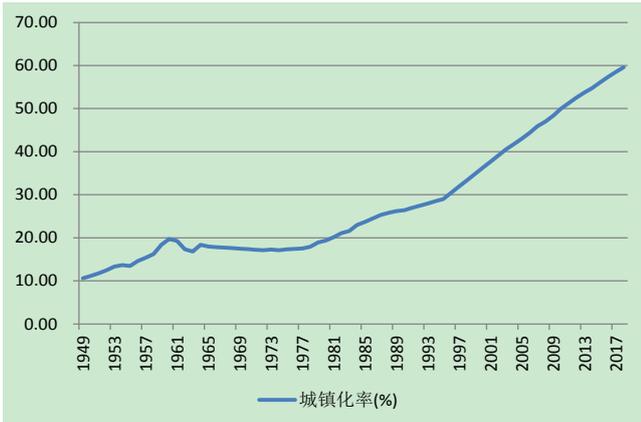
表 1：水泥需求峰值年份和城镇化率等

	水泥需求峰值 年份	水泥需求峰值 (百万吨)	需求峰值对应城 镇化率 (%)	人均消费量峰值 年份	人均消费量峰值 (kg)	人均消费量峰值 对应城镇化 率 (%)
美国	2005	128	79.90%	2005	435	80%
日本	1990	86	77.34%	1973	715	75%
韩国	1997	62	78.90%	1997	1280	90%
英国	1973	20	77.36%	1973	356	77.36%
德国	2000	42	73.10%	1982	800	72.80%

资料来源：互联网资料、bloomberg, 东兴证券研究所整理

从发达国家的历史发展过程看，在城镇化率水平达到 72%以上，水泥行业的需求才达到峰值水平。而中国的城镇化率水平仅有 58.52%，较发达国家 70%以上的水平还有很大的差距，按照中国当前的城镇化率的发展速度，达到 70%以上的城镇化率水平预计需要到 10 年左右的时间。中国的人居水泥消费水平较高，这和中国习惯钢混建筑，而对于木质等其他建筑材料使用较少有关，随着中国城镇化率的提升未来 10 年水泥需求仍将存在着巨大的需求空间。

图 5：中国城镇化率水平



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 6：中国人均水泥消耗量



资料来源：WIND、东兴证券研究所

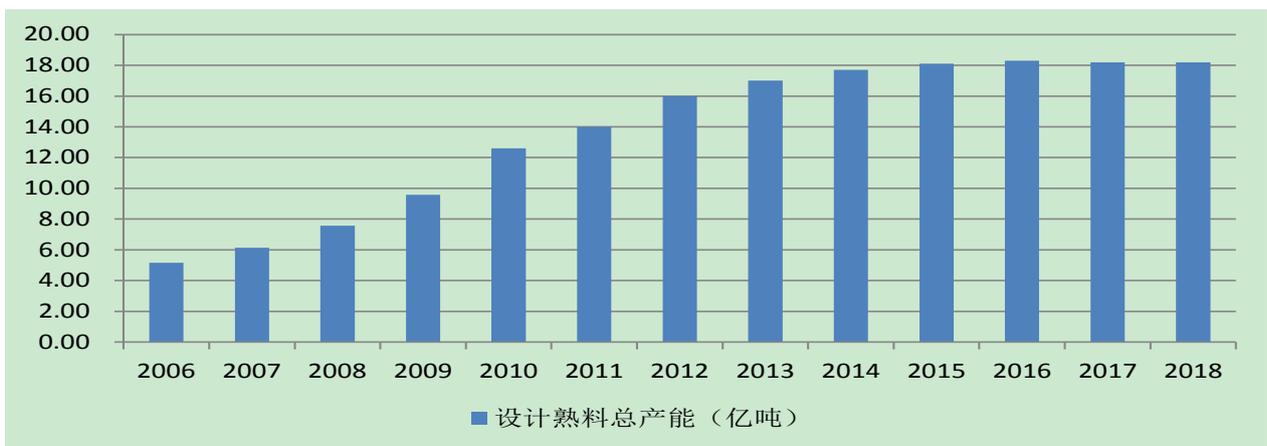
3. 中国水泥行业已进入集中度提升和寡占阶段

3.1 供给侧改革和市场驱动行业集中度趋势确定

供给侧改革抑制产能稳定或者减少。截止到 2018 年末中国水泥熟料产能约达到 18.2 亿吨，水泥产能超过 35 亿吨。在政策的严格控制 and 行业市场低迷的影响下中国水泥产能从 2013 年以来新增产能越来越少。到 2018 年新投产熟料产能仅有 1293 万吨，并且这些产能大部分是产能置换的。

国家严格的等量和减量水泥产能置换政策，对水泥的新建产能进行控制，加上市场化的优胜劣汰，未来水泥行业产能将呈现存量调整和收缩的态势。这些使得水泥生产线成为稀缺的资产，这些也驱动大企业收购兼并的动力，加速行业集中度的提升。

图 7：中国水泥熟料设计产能情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

3.2 中国水泥行业已达到寡占阶段

中国水泥行业随着一个一个周期，集中度水平逐步提升，特别是 2011 年到 2015 年受市场的优胜劣汰以及产业政策的影响，行业整体集中度水平已经明显提升。

美国经济学家贝恩和日本通产省根据集中度情况把行业分为寡占和竞争两类：前 8 大企业占比超过 40%的属于寡占型，小于 40%则属于竞争型。其中寡占型中把前 8 家企业占比超过 70%称为极高寡占型，在 40%和 70%之间的称为低集中寡占型；竞争型中前 8 大企业占比处 20%和 40%之间的称为低集中竞争型，小于 20%的称为分散竞争型。

表 2：集中度和市场结构关系一览表

集中度	CR ₄ 值 (%)	CR ₈ 值 (%)
寡占 I 型	CR ₄ ≥ 85	-
寡占 II 型	75 ≤ CR ₄ < 85	CR ₈ ≥ 85
寡占 III 型	50 ≤ CR ₄ < 75	75 ≤ CR ₈ < 85
寡占 IV 型	35 ≤ CR ₄ < 50	45 ≤ CR ₈ < 75
寡占 V 型	30 ≤ CR ₄ < 35	40 ≤ CR ₈ < 45
竞争型	CR ₄ < 30	CR ₈ < 40

资料来源：互联网公开资料整理

中国水泥行业集中度较高，已经进入寡占 IV 型阶段。从美国看，经过 100 多年的发展水泥行业中前 4 大公司集中度为 41.3%，前 8 家公司集中度为 63.5%。美国水泥和玻璃行业均属于低集中度寡占型。而当前中国水泥的集中度水平已经接近甚至超出美国水平，中国水泥行业前 4 家公司集中度为 43%，前 8 家公司集中度为 54%。中国的水泥行业市场结构并不差于美国。

表 3：中国水泥和玻璃市场结构类型表

国家	行业	CR ₄ 值 (%)	CR ₈ 值 (%)	市场结构
美国	水泥	41.3	63.5	寡占 IV 型
	玻璃	26.8	43.3	弱寡占 V 型
中国	水泥	43	54	寡占 IV 型
	玻璃	29.31	44.96	弱寡占 V 型

资料来源：互联网，东兴证券研究所研究整理

随着大企业不断地进行收购兼并，行业集中度将会继续不断地提升。行业的寡占局面将会越来越强，大企业的话语权也会越来越大，行业的价格控制权将会越来越强。

4. 2016 年前几次周期是需求拉动带动产能快速增长

中国水泥行业在 2007 年之前由于地产需求的带动，景气度持续向上。但在 2008 年金融危机导致地产出现危机行业景气度下滑，但因为 2008 年次贷危机的出现，国家开展了四万亿的基建投资，拉动水泥需求又开启了一波景气度持续向上的周期，一直到 2011 年中期行业景气度才开始从高位下降，直到 2015 年底达到景气度的低谷水平。2016 年初由于供给周期性和供给侧改革以及地产去库存，行业开始了一波超出历史周期长度的行业景气周期，直到现在。

图 8：全国历年水泥价格变化和影响因素图



资料来源：东兴证券研究所研究整理

4.1 2016 年之前几次周期变化情况

2008 年之前房地产启动带动水泥行业大发展。在 2008 年之前水泥行业景气度几年都是一直持续向上，主要得益于中国房地产的新发展，水泥行业产能还不能满足房地产行业水泥需求的快速增长，所以带来了水泥行业的大发展，产能进入快速增长阶段，以满足不断增长的房地产建设水泥需求，也带来了水泥行业的阶段性过剩。但是随着全球金融危机的爆发，中国房地产受到严重影响，行业景气度高位下降。

2008 年“四万亿”投资带来又一波景气周期。2008 年金融危机导致中国经济衰退严重，出现“返乡民工潮”，房地产投资增速下滑等极端情况，2008 年底国家推出了“四万亿”投资，随着四万亿的发力和地产的启动，2009 年水泥行业景气度回稳波动到 2009 年末，2010 年在产能压力下以及地产需求还未释放行业景气度继续下行。

2010 年下半年在地产需求启动的情况下，水泥行业开启了波澜壮阔的景气度大幅改善的周期，直到 2011 年年中。而后开始了景气度开始下滑直到 2012 年下半年。

2012 年下半年到 2013 年年中的周期变弱。随着 2012 年下半年中国地产开始逐步改善，水泥需求又开始启动，一直到 2013 年 1 季度末，行业景气度才开始下降，但是这波周期中价格的弹性很弱，主要是产能释放带来的压力大以及政府在 2013 年年中开始收紧流动性，对于需求的持续改善产生了抑制作用。

4.2 2016 年之前几次周期需求拉动产能过剩

2008 年之前和之后的这几次景气周期主要是需求拉动。这几次周期中，特别是 2008 年之前和 2010 年下半年开始的周期弹性较大，主要是需求拉动表现为水泥行业供不应求，后果是产能增长加速。

2006 年到 2007 年和 2010 年到 2011 年的两次水泥行业的景气周期主要是地产水泥需求拉动，主要表现为水泥价格的涨幅比主要成本煤炭价格的涨幅还要大，水泥需求旺盛带动煤炭需求，出现阶段性的供不应求的局面。但这种需求拉动的行业高景气在没有产能控制的情况下带来了水泥行业生产线建设的高峰，虽然 2007 年这波周期带来了阶段性的过剩，但是在“四万亿”投资的拉动下，地产和基建共振使得水泥行业出现阶段性的供不应求的局面。

2011 年以后和 2016 年前的周期产能压力较大，价格弹性小。随着 2007 年到 2012 年前期建设的新增产能进入释放期，带来行业产能的过剩。所以在 2012 年下半年到 2013 年的行业景气度周期中价格弹性又小周期持续的时间也不长。加上需求衰退周期，产能过剩带来了 2014 年到 2015 年以来的产能过剩局面以及行业景气度的持续下滑。

图 9：中国水泥年度熟料产能新增



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 10：中国水泥和煤炭价格变化图



资料来源：WIND、东兴证券研究所

2016 年由于产能控制和需求改善带来了更长和价格弹性更强的周期。由于 2012 年以前的产能大量释放，带来了行业产能的过剩，所以国家在水泥产能政策上进行了严格的政策控制，同时随着行业景气度的下降行业也开始市场化的优胜劣汰，在这长达 3

年左右的周期调整中，行业结构发生了明显的改善，加上环保等各种因素使得 2016 年以来的景气周期持续的时间长度超出了历史的周期长度，水泥价格的弹性也超出历史的情况，水泥价格和盈利水平创出了历史新高。

5. 供给端驱动 2016 年以来景气创历史新高，周期韧性更强

2016 年以来的这波水泥行业景气度底部回升，创出历史新高。本次景气周期和以往不同是供给端成为重要的驱动因素，需求端叠加房地产去库存的恢复。

供给端的驱动因素主要得益于行业多年的低景气度、环保政策以及集中度提升后企业协同意愿强且落实好，同时国家的供给侧改革政策保证了产能的稳定或者减少。

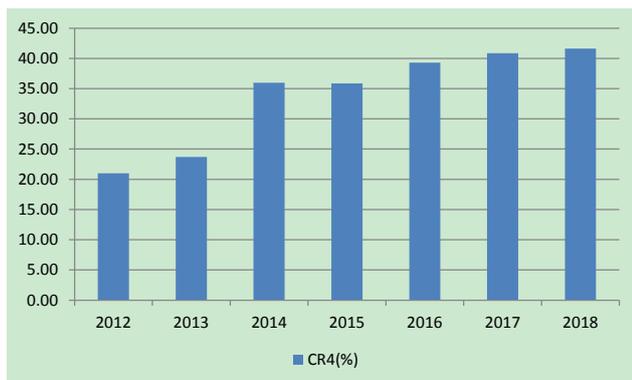
5.1 市场优胜劣汰提升行业集中度

水泥行业从 2011 年的景气高点之后，总体处于下行的态势当中，虽然 2012 年下半年逐步开始有所改善，到 2013 年上半年。但是 2013 年下半年到 2015 年底的阶段行业总体上仍处景气下行的态势当中，行业盈利水平持续下降到较低水平。

市场优胜劣汰推动行业集中度加速提升。几年的低盈利水平和低景气度对行业产生作用，行业中的企业被市场力量淘汰，一些经营不善的企业出现破产倒闭，甚至像山水水泥等。一些抗风险能力较差的小企业经营困难，逐渐被大企业收购兼并。

经营较好的企业在景气度低迷中不断地收购兼并和合并扩大自己的规模，从而突破新建产能受限的限制来不断地做大自己。这样几年下来行业龙头的规模不断变大，行业的集中度不断得到提升，像中国建材和中材股份的合并，中建材和海螺水泥的并购等。经过市场化的淘汰，行业呈现出集中度提升的趋势，使得行业集中度提升明显。2018 年前 4 大和前 8 大水泥企业产能占比达到 41.63%和 53.61%，较 2010 年分别提高 20.65 个百分点和 20.56 个百分点，较 2017 年提高提高 0.77 和 1.19 个百分点。

图 11：中国水泥 CR4



资料来源：DC、东兴证券研究所

图 12：中国水泥 CR8



资料来源：DC、东兴证券研究所

集中度提升增强协同稳定性。在集中度较高的情况下，龙头企业由于其较高的市占率，对于市场的影响也越来越大。一旦供需态势向需求倾斜，加上行业景气度低迷和高集中度使得企业间协同提价的意愿和稳定性增强。所以，水泥行业协同提价的意愿强烈，并且落实情况好。

5.2 实业悲观情绪重和资产负债表修复致复产动力和能力不足

悲观情绪导致开工不足和复工动力不够。由于水泥行业多年的景气度下滑，并持续处于低迷的情况下，业内一些企业利润下滑严重，甚至亏损，甚至破产倒闭。由于惯性思维在行业需求开始改善时，实业对于未来发展预期仍然悲观，担心景气恢复的持续性不强，生产线不敢放开生产，企业协同提价的意愿一致且强烈，停产的企业复产开工态度也比较谨慎，担心投入生产后行业景气度再度低迷导致以后亏损。

资产负债表的修复使得开工和复工的能力不够。由于行业多年低迷，一些抗风险能力差的企业负债累累或者亏损破产，所以行业景气度底部开始回升的时候，由于负债的拖累很难短期复产和放开生产，即使有企业想开工，但由于国家的信贷政策对于传统产能过剩行业的控制也使得相关企业难以融资，难以进行开工生产。企业资产负债表修复导致企业复产能力不足，行业供给释放缓慢。

5.3 环保政策发力力度大，落实效果好

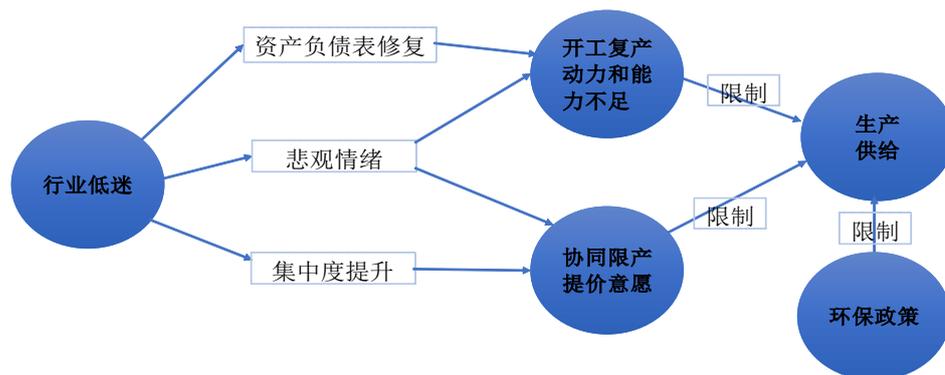
2014 年 12 月 15 日环保部公布《环境保护主管部门实施限制生产、停产整治办法》，提出对于排污者超过污染物排放标准或者超过重点污染物日最高允许排放总量控制指标的企业，环境保护主管部门可以责令其采取限制生产措施。

2015 年 1 月 1 日史上最严厉的《环保法》开始实施，加大了处罚力度，环保法不再是形式文章，而是具备严厉处罚措施的法律法规。在环保法落地的情况下，环保部门的权力和监管力度大幅提升。对于水泥企业污染的治理也起到立杆见影的效果。环保不达标的环境污染的水泥企业无法正常开工，开工后的被停产。从而使得企业的生产供给受到影响。

5.4 供给侧改革严控产能保证无增量

供给侧改革的产业政策下，产能得到有效控制。从 2013 年以来政府陆续出台各种产能控制政策，对水泥行业的新建产能进行严格控制，并且加大落后产能淘汰力度。2013 年的国务院 41 号文《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》提出了严禁建设新增产能，未开工的违规项目一律不得开工建设，实行等量或者减量置换的原则。从 2015 年开始的中央经济工作会议提出“三去一降一补”以及到 2017 年的“三大攻坚战”。包括年初工信部提出《产能置换实施办法》，都对产能过剩的水泥行业的供给侧产生积极的作用。

图 13：水泥行业本次周期供给侧驱动因素



资料来源：东兴证券研究所研究整理

5.5 2016 到 2019 年以来的这波景气周期韧性更强

2016 年初以来的水泥景气周期供给端成积极因素，行业需求敏感度提升。2011 年水泥行业在经过了近 5 年的景气度下滑调整后，从 2016 年初开启了水泥行业景气度见底回升的新周期。这波水泥行业景气周期主要是供给端的收缩所致，行业持续低景气度、产业政策、悲观预期、协同较好和环保政策的严厉导致供给端抑制。供给端这个以往对于水泥行业最大的一个负面因素逐步被转化为水泥行业景气度的积极因素。

所以，在这种情况下，行业景气度对于需求的敏感性大幅提升，一旦需求有改善价格就会显现出较好的弹性，但是需求即使变弱，价格也具备较好的韧性。

企业利润最大化路径下持续时间会更长更有韧性。供给端收缩叠加需求不出现大幅下滑的情况下，行业的景气度将持续较长的时间。从这 2-3 年的全国水泥产量看，2016 年全国产量为 24.03 亿吨，同比增长 2.5%，2017 年为 23.17 亿吨，同比下降 0.2%，2018 年全年产量为 21.77 亿吨，同比增长 3%。虽然 2018 年水泥行业盈利水平很好，但由于集中度的提升，龙头企业对于总体生产的控制力提升，使得生产控制仍然较好。在主要企业话语权越来越大和进行协同调整保证利润最大化目标的情况下，提价和稳价才是利润最大化的最优路径。

所以，在本轮水泥行业景气周期在供给端相对稳定的情况下，需求端变化成为影响景气度的可变因素，在中国经济只要不出现断崖式下降的情况下，地产和基建需求增速保持连续的情况下，行业的景气周期具备更强的韧性，景气周期持续的时间会更长。

6. 2019 年地产、基建和乡村振兴共发力行业继续量价齐升

6.1 2019 年地产韧性，并进入水泥需求释放阶段

房地产行业在 2019 年 1 季度显现出自身特有的韧性。在宽松的货币政策带动下，2019 年 1-3 月房地产固定资产投资额达到 2.38 万亿元，同比增长 11.8%，增速较 2019 年 1-2 月提升 0.2 个百分点，增速从 2019 年开始 3 个月连续提升，结束了 2018 年 8 月以来连续 5 个月增速下行的趋势。

图 14：房地产固定资产累计投资和增速



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 15：非房地产固定资产投资和增速



资料来源：WIND、东兴证券研究所

主要原因是房地产进入建安阶段，新开工和在建的施工面积带来投资增速的见底回升。在房地产投资的带动下，2019 年 1-3 月全国固定资产投资额达到 10.19 万亿元，同比增长 6.3%，增速较 1-2 月提升 0.2 个百分点，从 2018 年后连续 3 个月回升。在房地产行业销售持续负增长的情况下，显现出地产行业的韧性。

而非房地产投资额同比增速从 2011 年以来增速趋势总体上处于下降的态势当中，主要是因为非地产投资的总额基数较高，同时随着中国经济的降速和转型，对于固定资产投资拉动依靠开始逐步减弱。地产投资和非房地产的投资的比例也在不断地提升。

房地产建筑工程投资进入高峰期，释放水泥需求。2019 年地产投资增速拐头向上保持较高的增长速度，其中从投资结构看，一直以来占比较大的地产投资中的土地购置额和土地购置面积增速均出现下降，特别是土地购置面积增速出现较大幅度下滑。2019 年 1-3 月土地购置额为 6931 亿元，同比增长 32.6%，增速较上月下降 1.9 个百分点，较 2018 年 12 月下降 23.4 个百分点；土地购置面积为 2543 万平方米，同比下降 33.1%，降速较 2 月收窄 1 个百分点，较 2018 年 12 月下降 47.3 个百分点。

图 16：房地产固定资产建筑工程累计投资和增速



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 17：土地购置面积、费用及增速



资料来源：WIND、东兴证券研究所

在房地产投资中 2019 年 1-3 月建筑工程累计投资为 13929 亿元，同比增长 8.5%，增速较 2 月下降 0.9 个百分点，较 2018 年 12 月提高 10.8 个百分点。房地产行业进入到建筑工程阶段，由前 2-3 年的集中购地阶段进入到建筑工程阶段将释放水泥需求。

6.2 2019 年基建投资增速继续改善带来需求

2019 年在宽松的货币政策和防风险意识的影响下，基建投资增速也在边际改善。2019 年 1-3 月基础设施投资增速为 2.93%，增速较上个月提高 0.45 个百分点，增速从 2018 年 10 月已经开始连续 6 个月向上。

2018 年中国工业景气度明显提升，但地产投资增速总体向下，基建投资增速持续向下，中国经济处于增速转换的节点。面对中美贸易战带来的负面压力下，地产和基建投资将成为防风险和稳经济的抓手。

图 18：全国基础设施投资和增速变化



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 19：全国基础设施投资（不含电力）和增速变化



资料来源：WIND、东兴证券研究所

所以，特别是在一些地方政府财政实力较强的地方，国家审批了很多类似于地铁等项目，用来防风险。在货币政策宽松的情况下带动基建投资增速向上。2019 年这些项目将逐步进入到建设期，带动水泥需求的改善。

图 20：全国基建投资增速变化图



资料来源：WIND、东兴证券研究所

6.3 乡村振兴战略下推动水泥需求改善

水泥的下游主要分为基建、地产、农村建设等三大领域，历史一般的比例是基建、地产和农村建设分别为 40%、30%和 30%，但是这个数据没有具体的跟踪统计，实际的比例数据会在上面的基础上有变化，随着乡村振兴战略的落地，农村水泥需求将会得到提升。

乡村振兴是国家发展的重大战略之一。2018 年 9 月中共中央、国务院印发《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》，提出乡村振兴是决胜全面建成小康社会、全面建设社会主义现代化国家的重大历史任务。2018 年到 2022 年是乡村振兴的第一个 5 年，不但要在农村实现全面小康，还要为基本实现农业农村现代化打下开局基础，建设生态、绿色和宜居的乡村，建设成安居乐业的美丽家园。中国历来存在着乡村和城市的不平衡以及分割，所以乡村是中国发展潜力最大的地方。

要乡村振兴必须保障和改善农村的民生，加强农村基础设施建设是乡村建设的重要方面，只有补齐农村基础实施短板，才能够使得农村和城市互联达到城乡相互带动和互补的作用，实现乡村资源的有效利用，达到乡村振兴的实现。

图 21：《乡村振兴战略规划（2018-2020 年）》农村基建内容

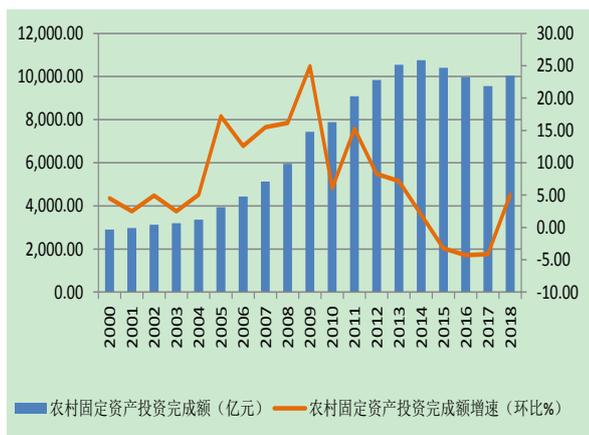


资料来源：乡村振兴战略规划（2018-2020 年），东兴证券研究所

农村基础设施建设投资存在短板。自 2000 年我国农村固定资产投资完成额占比逐年下降，至 2017 年降至 1.5%，与城镇相比，差距逐年增加。农村建设特别是基础设施建设需要财政发力支持。

从绝对值来讲，自 2012 年以来，农村固定资产投资完成额一直处于稳定水平，2017 年有所下降。农村固定资产投资完成额增速自 2006 年起逐年下降，2015 年降至负增长水平。所以，农村基础设施投资存在着较大的短板和空间。因为农村建设要财政和发债的支持，在市场化提升效率的阶段很容易产生农村基础设施建设的短板。

图 22：全国农村固定资产投资和增速



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 23：全国农村固定资产投资占比



资料来源：wind，东兴证券研究所

农村基础设施建设投资力度和空间大。按照《国家公路网规划（2012 年-2030 年）》，我国乡村公路占全国公路总里程 84%。2018 年新改建农村公路 31.8 万公里，超出年初的计划值。2018 年农村固定资产投资额为 1 万亿元，同比增长 5.07%。

根据测算农村 2018 年到 2020 年基建投资规模预计将达到 4.5 万亿，年均投资将超过 1.5 万亿元。预计 2019 年农村固定资产投资额将达到 1.5 万亿左右，增速将继续向上。随着城市道路和轨交等建设进入成熟阶段，当前更多的投资空间是城市之间的连接和乡村和城市的连接存在巨大的投资空间。中国的城市化率还不高，农村的面积空间大，城乡协同联动亟需交通等各个方面的投资。

乡村基础设施建设会成为财政支持重点。乡村建设的资金来源中央和地方政府的财政资金以及发债是重要来源，特别是农村的基础设施建设。另外资金来源还可以是农村土地的价值重估等。

2019 年国务院安排地方政府专项债 2.15 万亿地方债券，同比增长 38.65%。2019 年中央对地方计划转移支付 75399 亿元，增长 9%。一般性转移支付 67763.1 亿元，增长 7.5%，主要用于保障教育、卫生健康、社会保障、农业农村、节能环保等领域共同财政事权有关政策的落实。专项转移支付 7635.9 亿元，增长 8.1%，主要用于保障污染治理、乡村振兴等党中央、国务院重大决策部署的落实，这些将会大力推动 2019 年的乡村振兴战略。

从 2019 年的中央财政预算来看，乡村振兴方面的投入较 2018 年相比也不会差。2019 年将提高 6000 万农村人口供水保障，农村电网升级，继续新建改建公路 20 万公里，推进农村危房改造。加上地方政府的财政支持以及发债等，乡村振兴是财政支持的重要方向。

表 4：中央农村财政预算和执行表

项目	2018 年 预算数 (亿元)	2018 年 执行数 (亿元)	2019 年预 算数 (亿 元)	2018 年 执行数为 预算数的%	2019 年预 算数为上 年执行数 的%
农村饮水安全巩固提升工程	74.89	74.89	76.19	1.00	1.02
水生态及中小河流治理等其他水利工程	222.6	223	248.34	1.00	1.12
长江经济带农业面源污染治理	0	0	11		
长江经济带绿的发展	18	18	42	1.00	2.33
退耕还林还草工程	46.94	46.74	47	1.00	1.00
天然林资源保护工程		12	17		
森林防火和湿地保护等		20.85	24.12		
特殊林木培育基地等其他林业基础设施		8.08	8.67		
支持边疆、少数民族地区发展中央基建投资		295.12	342.5		

农业中央基建投资	242.4	241.98	278.35	1.00	1.15
易地扶贫搬迁等“三农”建设中央基建投资	309.24	304.24	149.35	0.98	0.49
其中：农网改造升级工程	6.54	6.54	5.82	1.00	0.89
易地扶贫搬迁和以工代赈	276.7	271.7	111.78	0.98	0.41
农村扶贫公路	26	26	26	1.00	1.00
总计	914.07	1549.14	1244.52	1.69	1.36

资料来源：中华人民共和国财政部、东兴证券研究所整理

乡村振兴不仅是解决城乡不平衡和扶贫，更是中国经济发展潜在力量。乡村作为中国经济发展不平衡的区域，也是中国经济发展最有潜力的区域。乡村振兴不但是解决城乡不平衡，解决贫困问题，更是中国经济发展最具潜力和弹性的地方。农村的土地改革、农业现代化都将带来经济的发展和推动，带来中国经济的巨大动力。2018 年中国城镇化率仅有 59.58%，较 80%和 90%以上的发达国家城镇化率水平还有不小的差距。土地的价值重估、农业现代化和机械化的规模效应等将带来乡村的脱贫致富和快速发展。

乡村振兴包含很多的内容，基础设施建设先行拉动水泥需求。乡村振兴虽然包含很多内容，有农业机械化、发展乡村产业、建设美丽宜居的生态乡村，发展乡村文化，建立现代乡村治理体系，保障和改善农村民生，完善城乡融合发展政策体系，达到城市带动农村，农村互补城市，发掘乡村发展潜力，达到乡村农业、产业、生态、文化、民生和治理科学、协调、互动的发展，建设出绿色生态宜居繁荣的乡村，达到中国全面的小康社会的目标。这里面涉及到农业机械、汽车、家电、环保、水、电、通讯和信息化等产业等。

但是对于乡村振兴来讲基础设施建设必须先行，“要想富先修路”，乡村的道路交通、农田水利建设以及农村的住宅等建设将会拉动水泥的相关需求。

7. 预计 2019 年水泥需求增速在 6%左右

我们可以看到 2019 年房地产投资保持着较好的韧性，基础设施投资增速继续保持向上改善态势，乡村振兴投资增速保持平稳态势，制造业投资增速略有下降。在这种假设下我们预计 2019 年用于水泥预测的固定资产投资增速预计约为 5.6%，在这个增速下考虑到地产投资进入工程建设阶段，基础设施投资建设铁路、公路、水利等投资建设力度不减，乡村建设中基础设施投资先行等带来的水泥需求，2019 年的水泥需求较 2018 年继续改善。在上述情况下，我们预计 2019 年水泥需求的增速在 6%左右。

表 5：水泥需求预测用固定资产投资及增速表

单位：亿元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E
电力、燃气及水的生产和供应业	16474	19505	22841	26632	29722	29960	27952	28036
同比增速	13%	18%	17%	17%	12%	1%	-7%	0%
交通运输、仓储和邮政业	28236	33093	39248	44861	49122	56392	58592	61521
同比增速	9%	17%	19%	14%	10%	15%	4%	5%
水利、环境和公共设施管理业	30267	38408	47473	57157	70475	85415	88234	93881
同比增速	20%	27%	24%	20%	23%	21%	3%	6%
房地产业	91045	109527	121685	124727	133208	138004	149458	158426
同比增速	22%	20%	11%	3%	7%	4%	8%	6%
制造业	119769	141926	161087	174135	181448	190158	208223	215719
同比增速	22%	19%	14%	8%	4%	5%	10%	4%
乡村振兴	9841	10547	10756	10410	9965	9554	10039	10541
同比增速	8%	7%	2%	-3%	-4%	-4%	5%	5%
其它固定资产投资	79044	94068	109672	124079	132526	131755	103177	103177
同比增速	24.71%	19.01%	16.59%	13.14%	6.81%	-0.58%	-21.69%	0.00%
固定资产投资	364835	436528	502005	551590	596501	631684	635636	671301
同比增速	20.6%	19.6%	15.7%	10%	8.1%	7.2%	5.9%	
同比增速(绝对值计算数据)	20.8%	19.7%	15.0%	9.9%	8.1%	5.9%	0.6%	5.6%
水泥需求(亿吨)	22	24	25	23	24	23	22	23
水泥需求增速	7.4%	9.6%	1.8%	-4.9%	2.5%	-0.2%	3.0%	6.0%

资料来源：东兴证券研究所研究整理

8. 长期价格中枢上移弹性基础好，2019 年仍处高景气度

长期看价格中枢上移，价格弹性基础提升。我们可以看到 2016 年以来的水泥行业景气度的改善，供给端的周期性变化、环保引起的变化以及长期行业集中度和行业结构变化成为主要的驱动因素。

并且随着行业的发展，行业集中度的态势将继续向上，水泥行业的进入寡占阶段，并且寡占格局进一步加强。所以，长期看供给端的这种变化将驱动带来的是行业价格中枢的上移，以及在需求改善时价格弹性会变得更强大。

2019 年量增但行业景气度仍将处高水平。2018 年水泥行业处于高景气态势当中，经历 2016 年到 2018 年的行业景气度逐步提升，并创出历史新高。供给端的集中度提升虽然会继续让水泥价格中枢上移，但是在当前行业景气度较高的情况下，企业走量提升利润的动力也在逐步变强，协同限产的动力变弱。如果环保不能够进一步抑制生产扩大，量的增长将会变得明显。

供给端的变化将继续影响 2019 年的行业景气度。2018 年底全国水泥熟料的设计产能是 18.2 亿吨，如果添加辅料可生产水泥 25 亿吨到 30 亿吨，所以 2019 年水泥产能利用率可在 92%-76% 的范围内，也就是行业产能利用率处于较好的水平。所以，2019 年行业的景气度将保持在较高的水平。

9. 全球主要水泥公司和上市公司情况

9.1 全球水泥龙头公司：中国建材、海螺水泥和拉法基豪瑞

中国是水泥龙头大国，所以全球的前十大水泥龙头企业有中国建材、海螺水泥和金隅冀东是中国企业。全球主要的水泥龙头公司有中国建材、海螺水泥和拉法基豪瑞等。

中国建材依托央企背景，通过收购兼并成为全国最大的水泥龙头公司。公司包含了南方水泥、西南水泥、中联水泥、天山股份、北方水泥、中材股份、祁连山、宁夏建材和中建材投资在内的 4 家上市公司和 5 家非上市公司。

海螺水泥作为中国本土的单一主体的水泥龙头上市公司，具备优秀的管理能力和抗风险能力，并且正在逐步发展海外市场，2018 年产能已经超过拉法基豪瑞成为全球的第二大水泥龙头公司。

拉法基豪瑞 (LHN. PA)：公司是由拉法基集团和豪瑞集团在 2014 年合并产生，拉法基是法国公司，1883 年成立；豪瑞是瑞士公司 1912 年成立。公司作为全球的跨国企业，在全球 54 个国家包括中国，都有子公司。水泥产能超过 3.12 亿吨。公司具备国际化管理的水平，全球化的布局使得公司能够达到防控区域风险，保证业绩稳定增长。

金隅和冀东水泥合并后将成为国内第三大水泥公司。公司在京津冀地区具有绝对的优势。熟料产能 1.1 亿吨，水泥产能 1.7 亿吨，公司在京津冀地区市场占有率高达近 55%，市场控制能力很强。

9.2 重点的中国水泥上市公司

中国重点的水泥上市公司当然以海螺水泥为首，包括全球龙头中国建材旗下的几家水泥公司：祁连山、天山股份和宁夏建材。另外还有全球跨国水泥龙头公司拉法基豪瑞旗下的华新水泥。以及受益于京津冀一体化和雄安建设的京津冀绝对龙头冀东水泥。

祁连山 (600720)：公司是中建材的子公司，甘青地区的水泥龙头企业，在甘肃地区市场占有率达 42%，青海市场占有率达 24%，具备较好的市场控制力，市场涵盖甘肃、青海和西藏地区。公司受益基建托底，区域需求收益大。2018 年甘肃新计划投资额达到 8497 亿元，2019 年确定省重大项目 151 个，总投资 7597 亿元，随着甘肃省建设环境的改善项目建设进入恢复和发力态势，公司作为甘青地区水泥龙头受益于基建托底的政策。

天山股份 (000877): 公司是中建材的子公司, 2018 年熟料产能为 2994 万吨, 分布在新疆和江苏, 其中新疆地区产能占比为 84%, 公司新疆产能占新疆地区产能占比为 38%, 是新疆地区的水泥龙头企业。受益于新疆地区封闭的行业环境以及区域需求随着中央对于少数民族地区的支持, 西部大开发需求在 2019 年存在改善趋势, 同时新疆作为一带一路沿线区域, 受益一带一路政策的进一步推进。

海螺水泥 (600585): 海螺水泥是中国单一主体上市公司的水泥龙头企业, 2018 年其水泥产能达到 3.53 亿吨, 海螺水泥的统一化管理和采购模式使其规模优势更加明显。在资源集中地和运输便利的港口等附近建设生产基地, 占领需求旺盛的市场区域使得公司的市场溢价能力提升明显。同时公司积极开拓海外市场, 在一带一路沿线国家建设生产线, 受益一带一路政策, 走国际化路径开拓公司发展新空间。

冀东水泥 (000401): 冀东水泥作为金隅冀东的纯水泥平台上市公司, 熟料产能为 0.95 亿吨, 水泥产能 1.51 亿吨, 受益京津冀一体化和雄安的建设推进, 区域需求较好, 未来金隅集团为消除同业竞争, 其水泥资产的剩余权益也将逐步注入公司平台, 预计权益水泥和熟料产能将大幅增长到 1.7 亿吨和 1.17 亿吨。同时公司水泥危废处理具备技术、设备和人员, 具备较好的弹性空间。

图 24: 中国前 10 大水泥熟料公司排名



资料来源: 中国水泥网, 东兴证券研究所

10. 风险提示: 地产韧性持续不及预期

2019 年以来的房地产韧性主要是因为货币政策宽松, 资金流入到房地产市场, 这种韧性并非房地产本身的市场需求的驱动, 所以这种韧性的持续性有待观察。如果后续房地产销售仍然受到抑制, 房地产企业自身造血功能差, 那么这种持续的韧性显然存在着风险。

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014 年（暨 2013 年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第 3 名。2014 年慧眼识券商行业第 4 名。华尔街见闻金牌分析师评选 2015 年中线选股行业第 2 名。2015 年东方财富第三届中国最佳分析师行业第 3 名分析师。2015 金融界慧眼识券商行业最佳分析师第 3 名，最高涨幅第 1 名。2016 年（暨 2015 年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第 3 名。2016 年东方财富中国最佳分析师评比全国 100 强分析师 58 名、建筑材料行业分析师第 1 名。2017 年上半年东方财富新财富中国最佳分析师评比全国 100 强分析师第 21 名、建筑材料行业分析师第 2 名，建筑装饰行业第 1 名。2017 年东方财富新财富中国最佳分析师评比全国 100 强分析师第 32 名、建筑材料行业分析师第 3 名，建筑装饰行业第 1 名。2017 年（暨 2016 年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016 年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第 5 名入围。2017 年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第 5 名入围。2018 年获今日投资“天眼”中国最佳分析师建筑材料盈利预测最准确分析师和唯一的三年五星级分析师。2018 年全国分析师“金翼奖”建筑材料行业第一名。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。