

# 水泥制造

## 泛京津冀水泥迎来历史新篇章

我们在2018年11月发布的《冀东水泥深度报告：被低估的华北水泥龙头》中判断京津冀供需格局大幅改善，需求增长空间较大，基建驱动下区域量价有望持续上升。截至目前，京津冀水泥需求自2018年四季度以来持续强劲反弹，环保总量压力下供给端持续受限，验证了我们此前的判断。

如果看得更远一点，我们会发现：

一，泛京津冀水泥市场自2013年以来需求持续下滑激化供需矛盾，景气落后南方水泥市场，但我们认为这并非说明京津冀区域水泥需求已经率先达到见顶，而是近年南北经济发展差距逐步拉大这一区域发展差异问题的一个“缩影”。“区域协调发展”战略之下，南北差异有望得到缩小。京津冀作为北方最核心的发展区域，在环渤海和北方地区发展上起着重要带动引领作用，我们判断京津冀需求中期较2018年增长20%以上。

二，经历过去数年的整合，泛京津冀区域格局得到明显优化，需求趋势性回升之下，逐渐形成一个类似于长三角高集中度、较高产能运转率的大市场，以中国建材、金隅冀东为核心，错峰之下的产能运转率高于90%，价格和盈利曲线将攀升至高位后窄幅波动。矿山和超载整治也将使得行业成本曲线尾部陡峭化，头部企业的盈利空间得到进一步扩大。

回到短期视角，京津冀水泥供需边际继续改善，价格将持续走高：

“打赢蓝天保卫战三年行动计划”要求2020年全面完成“十三五”约束性指标，2019年空气质量指标要求更为严格。重工业集中的京津冀区域对生产管控、矿山和物流整治更加严格。在控产量和提景气的正向循环中企业对限产更加具有参与意愿。这两方面导致的供给收紧也是过去两年华东地区所发生过的情形。我们测算下半年京津冀和泛京津冀地区剔除错峰后熟料供给能力分别减少1.1%和1.9%。

稳基建政策发力以及雄安新区建设的推进将持续扩大区域需求。从区域基建规划规模以及政策、资金支持力度来看，京津冀是全国受益程度和需求持续性最好的区域之一，我们测算下半年京津冀和泛京津冀地区水泥需求分别增长6%和3.8%。

继续重点推荐冀东水泥，泛京津冀区域景气改善的核心受益者，预计公司2019-2021年归母净利润分别为33、45、50亿元，对应市盈率7.5、5.5、4.9倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观政策反复、环保超预期放松、行业竞争态势恶化。

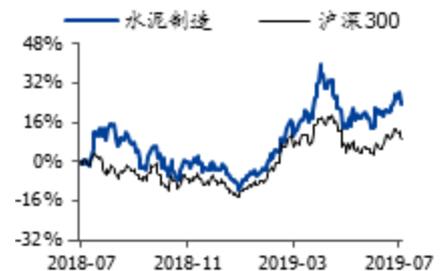
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000401	冀东水泥	买入	1.10	2.43	3.32	3.69	17.4	7.5	5.5	4.9
600720	祁连山	增持	0.84	1.30	1.41	1.51	10.6	6.7	6.1	5.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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

- 《水泥制造：一季度高增长有基数原因，继续看好华北》2019-04-22
- 《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
- 《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

核心判断：泛京津冀迎来历史新篇章 .....	4
1、京津冀水泥：年后价格、库存走势持续超预期 .....	6
2、短期：环保总量约束下供需边际趋紧 .....	7
2.1、环保总量约束下供给端将持续受限 .....	7
2.1.1、非采暖季错峰落地，力度超预期增强 .....	7
2.1.2、环保总量约束下微观管控与执行力度加强，供给持续受限 .....	8
2.2、稳基建与雄安新区建设支撑需求持续回升 .....	11
3、泛京津冀市场格局得到明显优化 .....	14
3.1、存量格局获得再优化 .....	16
3.1.1、产业政策等严格限制新增产能，区域进入存量整合优化时代 .....	16
3.1.2、矿山管控日益严格，有望加速存量产能退出 .....	16
3.1.3、市场集中度大幅提升，竞争格局显著优化，水泥价格的波动性得到平抑 .....	17
3.2、公路“治超”严格化，水泥流动性降低 .....	18
3.3、区域竞合迈入良性循环 .....	19
4、京津冀需求增长潜力大 .....	20
4.1、南北需求分化，泛京津冀成为需求先行下滑市场 .....	20
4.2、“区域协调发展”，京津冀定位北方“增长极” .....	21
4.3、基建完善叠加城市化推进，京津冀区域中长期需求潜力大 .....	22
5、投资建议 .....	24
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 2013-2030 年京津冀地区水泥需求与熟料产能利用率测算 .....	4
图表 2: 泛京津冀地区形成类似于长三角高集中度的市场 .....	4
图表 3: 2019 年泛京津冀区域理论供需预测 .....	5
图表 4: 2015-2018 年长三角地区价格与水泥库存走势 .....	5
图表 5: 春节后泛京津冀地区水泥价格走势强于季节性 .....	6
图表 6: 春节后泛京津冀地区水泥库位持续低位运行 .....	6
图表 7: 泛京津冀各省市 2018、2019 年非采暖季错峰生产方案对比 .....	7
图表 8: 泛京津冀区域剔除错峰后熟料供给能力增长有限 .....	8
图表 9: 1-5 月河北、河南、山东等地 PM2.5 平均浓度同比改善幅度未达到全年目标 .....	9
图表 10: 河北省多个 1-5 月 PM2.5 浓度同比改善幅度未达全省 -5% 的考核目标 .....	9
图表 11: 2019 年 1-5 月空气质量排名考核的地市集中在京津冀及周边地区 .....	10
图表 12: 唐山、邢台等地今年环保管控力度明显趋严 .....	10
图表 13: 雄安新区启动区和起步区规划情况 .....	11
图表 14: 已披露全年新增专项债限额的省市及限额 (单位: 亿元) .....	12
图表 15: 今年以来京津冀与泛京津冀区域需求表现领先全国 (水泥产量累计增速, 单位: %) .....	13
图表 16: 北京、天津、河北固定资产投资建筑安装工程投资增速自 2018 年下半年以来均有显著回升 (单位: %) .....	13
图表 17: 河北省交通运输、仓储和邮政业投资投资维持较快增长 .....	13
图表 18: 北京、天津地产投资和房屋新开工增速大幅提升 (单位: %) .....	13
图表 19: 泛京津冀水泥市场概况 .....	14

图表 20: 京津冀区域熟料、水泥流动示意图.....	15
图表 21: 泛京津冀区域各省市近年来价格走势相关性较强(单位: 元/吨).....	15
图表 22: 《产业发展与转移指导目录(2018年本)》中北京、河北、山东全域引导不再承接水泥产业转移.....	16
图表 23: 京津冀地区 2017年后无新增产能投放(单位: 万吨).....	16
图表 24: 泛京津冀地区产能投放已基本释放完毕(单位: 万吨).....	16
图表 25: 河北省对矿产资源管控大为收紧, 重点压减与水泥等过剩产能行业配套的矿产资源开采总量.....	17
图表 26: 京津冀与泛京津冀地区前三大企业产能集中度已经达到较高的水平.....	18
图表 27: 金隅冀东的整合显著优化区域竞争格局, 2017年需求下滑时期水泥价格跌幅远小于上两轮(单位: 元/吨).....	18
图表 28: 周边省份产能规模较大或过剩较为严重的区域距离京津冀核心市场绝对距离较远, 限载后公路运价较高.....	19
图表 29: 一般的水泥协同周期.....	19
图表 30: 环保总量约束下的水泥协同周期: 形成价格上行——协同优化——价格上行的正向反馈机制.....	19
图表 31: 日本水泥需求在城市化进程显著放缓前没有出现趋势性的大幅下滑.....	20
图表 32: 北方 15省市和京津冀国内生产总值占全国比重持续下滑.....	21
图表 33: 京津冀人均水泥消费了自 2013年以来大幅下滑, 远低于全国平均与其他竞争市场(单位: 吨/人).....	21
图表 34: 2013年以来南北水泥需求分化加剧.....	21
图表 35: 2013年以来京津冀需求累计下滑幅度超过 20%.....	21
图表 36: 国家实施“西部大开发”战略后的十年间, 西部省份经济增速领先全国平均水平(单位: %).....	22
图表 37: 国家实施“西部大开发”战略后的十年间, 西部省份固定资产投资占全国比重持续提升.....	22
图表 38: 京津冀、长三角与珠三角城市化与交通线网情况.....	23
图表 39: 京津冀普通公路、高速公路、高速铁路线网密度处于三大城市群中后位置.....	23
图表 40: 冀东水泥 2019-2021 年盈利预测简表.....	24

## 核心判断：泛京津冀迎来历史新篇章

经历过去数年的整合，泛京津冀区域格局得到明显优化，需求趋势性回升之下，逐渐形成一个类似于长三角高集中度、较高产能运转率的大市场，以中国建材、金隅冀东为核心，错峰之后产能运转率高于90%，价格和盈利曲线也将攀升至高位后窄幅波动。矿山和超载整治也将使得行业成本曲线尾部陡峭化。

图表 1: 2013-2030 年京津冀地区水泥需求与熟料产能利用率测算



资料来源：国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

图表 2: 泛京津冀地区形成类似于长三角高集中度的市场

区域	区域熟料产能 (万吨)	第一大企业		第二大企业		第三大企业		前三大企业产能占比合计			
		企业名称	产能 (万吨)	份额	企业名称	产能 (万吨)	份额		企业名称	产能 (万吨)	份额
京津冀	9802	金隅冀东	5425	55.3%	曲寨	564	5.8%	中国建材	450	4.6%	65.7%
泛京津冀合计	36944	金隅冀东	7000	18.9%	中国建材	5832	15.8%	山水水泥	3776	10.2%	45.0%

资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

短期来看，泛京津冀区域供需边际趋紧，后续价格走势有望显著强于季节性。一方面，供给端持续受限的状态或将持续：今年夏季错峰力度同比加强，环保总量约束下空管控制力度难以显著放松，且微观执行更为到位。另一方面，区域需求维持平稳较快增长，6月以来区域出货变化好于季节性，此外随着6月地方债发行加速强化资金保障，未来需求持续，加上雄安新区控制性规划公示后，相关基础设施工程已经开始招标，年内有望进入实质建设阶段，将逐步释放增量需求。我们判断区域淡季价格在前期上调后有望守稳（历史淡季同期价格往往会出现回落），强于季节性规律，后续若需求回暖后叠加限产落地，低库位下价格有望出现新一轮的大幅上涨。

图表 3: 2019 年泛京津冀区域理论供需预测

	理论供给能力预测		需求预测		说明
	——同比增速		——同比增速		
	(仅考虑新增产能、政策变化导致错峰停窑率、停窑时长的变化)				
	2019H2	2019	2019H2	2019	
京津冀	-1.1%	-3.5%	6.0%	11.2%	河北全年错峰时长基本不变，下半年增长主要因时间错位；山西夏秋季错峰时间延长。
泛京津冀	-1.9%	-1.3%	3.8%	9.1%	

资料来源: 数字水泥网、各地政府网站、国盛证券研究所

在环保总量约束对供给侧的限制下，区域水泥需求的回升将使得产能利用率进一步提高。假定错峰天数维持 2018 年水平，2019 年区域剔除采暖季错峰生产后产能利用率将达到 83%，需求高峰期产能利用率有望达到 95%以上，价格弹性将进一步增强。

回顾 2015-2018 年长三角水泥价格的走势，在需求温和增长与市场协同的配合下，水泥价格步入上升通道（虽然年内价格维持季节性的波动，但价格基数逐年提高），在供给受限严重至产生短缺的时点价格出现大幅拉升。

图表 4: 2015-2018 年长三角地区价格与水泥库存走势



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

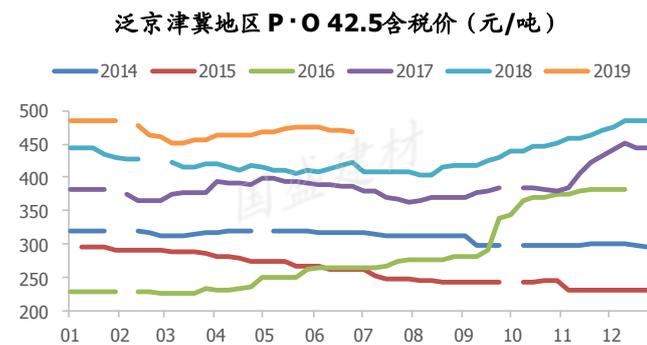
## 1、京津冀水泥：年后价格、库存走势持续超预期

我们在2018年11月发布的《冀东水泥深度报告：被低估的华北水泥龙头》中判断京津冀供需格局大幅改善，需求增长空间较大，基建驱动下区域量价有望持续上升。截至目前，京津冀水泥需求自2018年四季度以来持续强劲反弹，环保总量压力下供给端持续受限，验证了我们此前的判断。

泛京津冀市场在去年四季度淡季不淡的高起点上，今年以来区域水泥价格、库存走势持续超预期，与南方市场景气差距收窄。以往年份由于节后集中开窑，产能充分释放导致供需边际恶化，因此泛京津冀市场一般表现为库位走高、价格走低趋势。但今年3月以来区域均价平稳走高，库位持续低位运行，反映了供需格局的实质性改善。

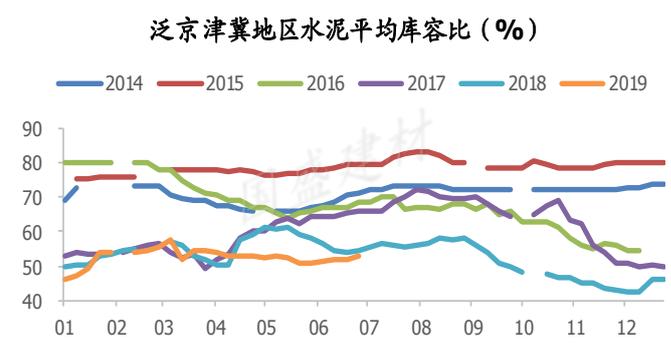
5月末6月初以来各省夏季错峰生产方案相继出台，泛京津冀供给端的约束力度有进一步增加的趋势，区域价格也超预期在淡季迎来新一轮上调，表现在全国范围内“一枝独秀”。数字水泥网监测的P.O42.5水泥均价已较去年同期高出60元/吨，景气水平同比大幅提升。我们判断随着环保总量约束下供给的持续受限，以及区域需求的趋势性回升，后续区域供需关系持续改善，产能运转率提升，水泥价格有望持续走高。

图表 5：春节后泛京津冀地区水泥价格走势强于季节性



资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 6：春节后泛京津冀地区水泥库位持续低位运行



资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

## 2、短期：环保总量约束下供需边际趋紧

### 2.1、环保总量约束下供给端将持续受限

#### 2.1.1、非采暖季错峰落地，力度超预期增强

夏季泛京津冀区域错峰生产力度整体趋严，下半年剔除错峰后供给能力仍然偏紧。近期各省市非采暖季错峰方案落地，从模式来看，河南、山东、山西方案基本延续了过去的错峰停窑模式，由工信和环保部门支持，保障了夏季错峰的执行到位度。从方案要求天数来看，山东与河南天数基本与去年持平，山西错峰天数同比去年有所延长。此外，今年河北省建材协会组织的夏季错峰方案得到工信厅的复函支持，而去年同期是区域性的协同错峰，今年同比去年停产时间将延长，执行力度也将更严。

我们测算京津冀与泛京津冀地区全年剔除错峰后供给能力分别同比减少 3.5%和 1.3%，下半年京津冀和泛京津冀地区剔除错峰后熟料供给能力分别减少 1.1%和 1.9%。考虑到需求端的较快增长，下半年供需边际同比进一步收紧。

图表7：泛京津冀各省市2018、2019年非采暖季错峰生产方案对比

	非采暖季错峰安排 (2018年度)	非采暖季错峰安排(2019年度)	同比变化
河北	<p><b>1.全省</b> 水泥熟料企业自8月10日0时至8月20日0时实施停窑限产，共10天。(协会组织)</p> <p><b>2.唐山市：</b>2018年3月16日至11月14日，水泥窑限产30%，相当于停产72天。</p>	<p><b>1.全省：</b> 夏季错峰生产将分两个时间段进行，共计停窑20天，具体时间为：2019年6月25日到7月4日，8月1日到8月10日。 (省工信厅回复河北建材工业协会《关于恳请支持全省水泥熟料企业实施夏季错峰生产的函》)</p> <p><b>2.唐山市：</b> (1) 第一阶段(3月1日至31日)，水泥行业(含粉磨站)，除涉及居民供热、处置生活污水的水泥窑外全部停产。 (2) <b>第二阶段(4月-9月)计划方案：</b>水泥行业(含粉磨站)4、8、9月份，区域二内所有水泥企业轮流停产，每家企业停产时间不少于45天。5、6、7月份区域一内所有水泥企业轮流停产，每家企业停产时间不少于46天。 (3) <b>7月实际管控方案：</b>全市所有水泥熟料生产企业允许连续生产15天，其余时段停产。承担处置污泥的企业按照核定处置污泥最低负荷生产，达到《关于建立重点行业超低排放(深度治理)示范引领制度的通知》要求的企业可以生产。</p>	<p>省工信厅复函支持夏季错峰(去年同期协同错峰)，天数延长，预期执行力度强于去年。</p> <p>唐山市非采暖季错峰生产规定停窑天数，执行更为严格；7月单月管控力度在第二阶段方案的基础上进一步收紧</p>
山西	7.15-8.13各地市轮流停产20天	<p><b>夏季错峰：</b>6.5-7.14，各地市轮流停产20天； <b>秋季错峰：</b>8.5-9.13，各地市轮流停产20天。 全省生产线各对持证协同处置危险废物水泥熟料生产线，夏季错峰生产时间减半执行</p>	山西非采暖季错峰安排由工信和环保部门下文，停窑时间延长20天
山东	非采暖季错峰总计40天：2018年6月1日至20日，8月17至9月5日	夏季主动错峰40天，于6月1日-20日和8月17日-9月5日执行	力度维持
河南	6月1日至30日、8月25日至9月15日(开二停一)	<p>全省水泥生产企业3月份停窑，4-5月正常生产，6月停窑，7-10月正常生产，11、12月停窑。2020年1-2月正常生产。(开二停一)</p> <p>河南72条窑，包括郑州，驻马店，协同处置共计18条生产线6月份正常生产，移至9月停产。</p>	除郑州等地停窑时间更改外，非采暖季错峰力度基本维持

资料来源：各省市环保部门、数字水泥网、国盛证券研究所

图表8: 泛京津冀区域剔除错峰后熟料供给能力增长有限

	全国	北京	天津	河北	山西	山东	河南	京津冀	泛京津冀
<b>错峰生产天数(部分区域错峰按产能占比折算,未计入协同停窑和临时性管控)</b>									
2018H1		74	74	83	74	74	64		
2018H2		47	47	56	67	47	47		
2019H1		74	74	90	90	74	51		
2019H2		47	47	64	72	47	54		
<b>剔除错峰生产后熟料供应能力同比变化</b>									
2019	1.4%	0.0%	0.0%	-3.7%	-6.7%	0.0%	2.4%	-3.5%	-1.3%
2019H1	1.4%	0.0%	0.0%	-6.8%	-12.4%	0.0%	11.2%	-6.5%	-0.5%
2019H2	1.3%	0.0%	0.0%	-1.1%	-1.5%	0.0%	-5.2%	-1.1%	-1.9%

资料来源: 数字水泥网、各省市相关部门网站、国盛证券研究所

### 2.1.2、环保总量约束下微观管控与执行力度加强,供给持续受限

微观层面上,环保压力的增强将使得错峰生产执行更为严格,日常管控的频率和力度显著强于去年,实际供给受到进一步限制。实际上今年上半年,唐山、邯郸、邢台等地的大气污染应急管控频率和市场较以往明显增加,已经使得水泥供给端进一步受限。

蓝天保卫战持续施加环保总量约束,“打赢蓝天保卫战三年行动计划”要求2020年全面完成“十三五”约束性指标,2019年空气质量指标要求更为严格,考核评估也将强化。综合约束性指标和考核评估压力,地方环保总量约束不仅具有持续性,力度上大概率也将进一步加强。

**约束性指标方面:**生态环境部在《2019年全国大气污染防治工作要点》明确新的更高的空气质量目标,要求全国未达标城市细颗粒物(PM2.5)年均浓度同比下降2%,地级及以上城市平均优良天数比率达到79.4%;全国二氧化硫(SO2)、氮氧化物(NOx)排放总量同比削减3%。京津冀区域全年大气污染防治工作目标更为严格,《河北省2019年大气污染防治综合治理工作方案》要求全省PM2.5平均浓度较2018年下降5%以上,高于全国考核指标。

**考核评估方面:**文件明确“将《三年行动计划》落实情况纳入污染防治攻坚战年度考核,秋冬季期间,每月通报重点区域大气污染综合治理攻坚战实施情况,对完不成任务的严肃问责,对环境空气质量改善进度缓慢或恶化的地区,每季度开展预警”。

特别是年初以来,泛京津冀区域绝大部分地市空气质量指标国内排名仍在靠后位置,且年初以来PM2.5浓度等指标同比改善幅度未达目标,全年完成约束性指标压力仍然较大。6月生态环境部就2018-2019年秋冬季大气污染综合治理问题约谈河北省保定、廊坊,河南省洛阳、安阳、濮阳以及山西省晋中等6市政府,反映环保督查考核力度较大。前期唐山、邢台等地已经有更为严格的管控方案出台,后续京津冀区域其他地区的环保管控力度或也将加强,水泥供给侧约束会更严。

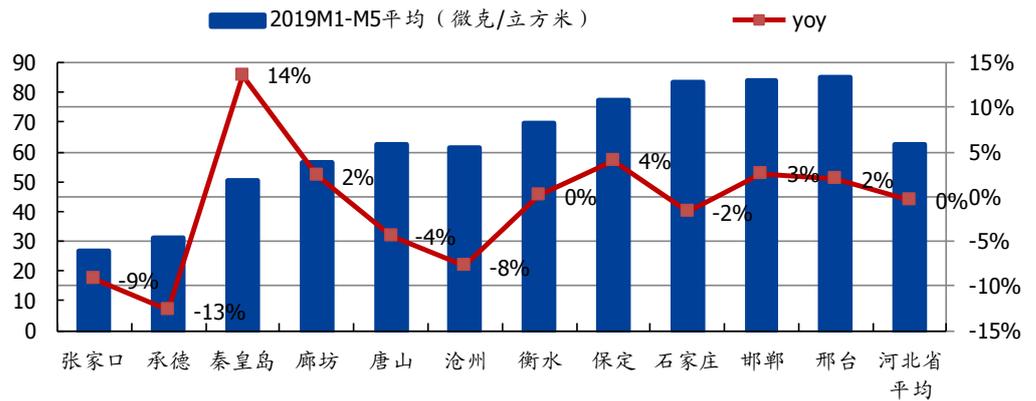
图表9: 1-5月河北、河南、山东等地PM2.5平均浓度同比改善幅度未达到全年目标

区域/PM2.5 平均浓度	全国		京津冀及 周边地区		河北省		汾渭平原		山西省		河南省		山东省	
	1-5月	全年考 核目标	1-5月	1-5月	全年考 核目标	1-5月	1-5月	全年考 核目标	1-5月	全年考 核目标	1-5月	全年考 核目标	1-5月	全年考 核目标
PM2.5浓度同 比变化	0%	未达标 城市 -2%	5.9%	-3.0%	-5.0%	7.4%	-7.1%	完成国 定目标	7.6%	主要指标 改善幅度 高于全 国,全省 PM2.5年 均浓度达 到60微克 /立方米 以下	11.8%	完成国 定目标		

备注: 各省PM2.5平均浓度数据通过环境监测总站数据计算

资料来源: 环境监测总站、国盛证券研究所

图表10: 河北省多个1-5月PM2.5浓度同比改善幅度未达全省-5%的考核目标



资料来源: 河北省生态环保厅、国盛证券研究所

图表 11: 2019年1-5月空气质量排名考核的地市集中在京津冀及周边地区

排序	空气质量排序			PM2.5 平均浓度排序		
	城市	所在省市	所属区域	城市	所在省市	所属区域
168	临汾	山西	汾渭平原	安阳	河南	京津冀及周边地区
167	石家庄	河北	京津冀及周边地区	咸阳	陕西	汾渭平原
166	邢台	河北	京津冀及周边地区	濮阳	河南	京津冀及周边地区
165	安阳	河南	京津冀及周边地区	邢台	河北	京津冀及周边地区
164	邯郸	河北	京津冀及周边地区	邯郸	河北	京津冀及周边地区
163	焦作	河南	京津冀及周边地区	临汾	山西	汾渭平原
162	太原	山西	京津冀及周边地区	焦作	河南	京津冀及周边地区
161	咸阳	陕西	汾渭平原	石家庄	河北	京津冀及周边地区
160	保定	河北	京津冀及周边地区	洛阳	河南	汾渭平原
159	晋城	山西	京津冀及周边地区	开封	河南	京津冀及周边地区

备注：空气质量排序依据生态环境部官方排序，PM2.5 平均根据环境监测总站数据的计算后排序

资料来源：生态环境部、环境监测总站、国盛证券研究所

图表 12: 唐山、邢台等地今年环保管控力度明显趋严

内容	较去年的变化
<p><b>发布《2019年二、三季度重点行业错峰生产方案》，大气污染防治强化管控实施方案：</b></p> <p>(1) 水泥行业(含粉磨站)。4、8、9月份，区域二内所有水泥企业轮流停产，每家企业停产时间不少于45天。5、6、7月份区域一内所有水泥企业轮流停产，每家企业停产时间不少于46天。</p> <p>(2) 丰润区冀东水泥有限公司唐山分公司、滦州市冀东水泥有限公司滦县分公司、滦南县耀东水泥、古冶区冀东启新水泥按照核定处置污染的最低负荷生产。</p>	<p>明确停窑企业与停窑时间，强化督查力度。执行严格度较去年明显加强（去年同期仅规定限产幅度）</p>
<p><b>发布《7月份大气污染防治强化管控方案》：</b></p> <p>(1) 全市所有水泥熟料生产企业允许连续生产15天，将辖区内涉及企业分成A、B两组，每组企业数量一致A组生产时间安排在上半月，B组生产时间安排在下半月，其余时段停产。</p> <p>(2) 承担处置污泥的企业按照核定处置污泥最低负荷生产达到《关于建立重点行业超低排放(深度治理)示范引领制度的通知》要求的企业可以生产。</p>	<p>7月单月管控力度在二三季度方案的基础上进一步收紧</p>
<p><b>下发《2019年邢台市工业污染深度治理攻坚战实施方案》</b></p> <p>要求6月底前要完成钢铁、玻璃、水泥等重点行业超低排放改造，水泥窑排放烟气标准非常严格（参照基准氧含量10%状态下颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10mg/m<sup>3</sup>、50mg/m<sup>3</sup>、50mg/m<sup>3</sup>标准。</p> <p><b>6月10日-7月10日开展大气污染防治强化攻坚月行动：</b>水泥企业有相关停窑安排。</p>	<p>水泥窑超低排放标准非常严格，企业达标难度大，后续供给受限幅度可能加大。日常管控力度也较去年同期加强。</p>

资料来源：政府网站、新闻资料、国盛证券研究所

## 2.2、稳基建与雄安新区建设支撑需求持续回升

短期，稳基建政策发力以及雄安新区建设的推进将支撑区域需求的持续反弹。从京津冀区域综合基础设施规划建设规模以及政策、资金支持力度来看，京津冀是全国受益程度和需求持续性最好的区域之一。

一是 2019 年区域交通等基础设施投资保持稳定增长。一是地方交通投资方面，河北省在 2018 年交通固定资产投资完成 891.6 亿元的基础上，2019 年计划完成 900 亿元交通投资，保持稳定增长，其中高速公路 552 亿元、普通干线公路 120 亿元，农村公路 75 亿元。二是铁路投资方面，京津冀地区城际铁路网规划项目随着雄安新区规划建设加速推进，多个项目于 2017-2018 年开工，逐步进入建设高峰期。

二是雄安新区逐步进入大规模建设期。2 季度容东新区的拆迁和基础工程招标工作陆续启动，6 月 30 日雄安新区启动区详规和起步区控规公示结束，新区建设有望进入大面积开展的阶段。其中启动区作为雄安新区率先建设区域，规划建设用地 26 万平方公里，地上总建设规模 2860 万平方米，规划至 2022 年生态系统和交通路网骨架基本成型，主要市政基础设施和公共服务设施基本建成。起步区规划城市建设用地约 100 万平方公里，地上建设规模约 1 亿平方米，至 2020 年重大基础设施全面展开建设。

图表 13: 雄安新区启动区和起步区规划情况

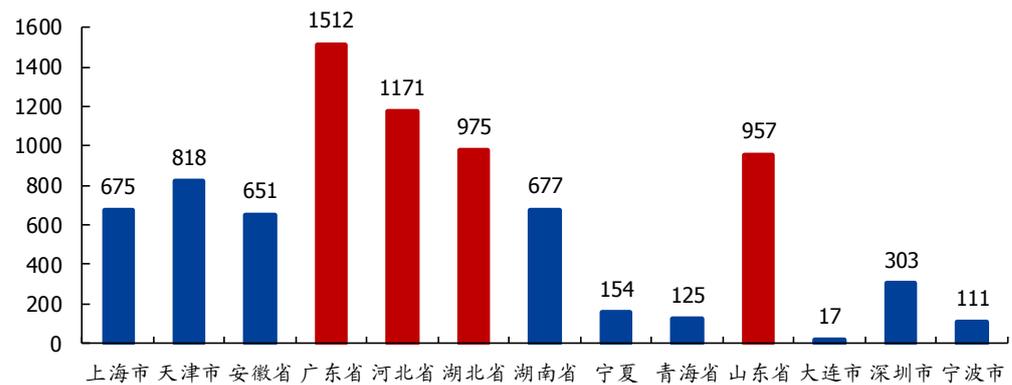
	规划范围和建设用地	地上总建设规模	2020 年建设目标	2022 年建设目标	2035 年建设目标
雄安新区启动区	规划范围 38 平方公里，规划建设用地 26 平方公里	控制在 2860 万平方米		生态系统和交通路网骨架基本成型，主要市政基础设施和公共服务设施基本建成，重要功能节点建设有序推进，科技创新项目、高端高新产业项目加快落地投产，承接北京非首都功能疏解初见成效，城区雏形初步显现	全面建成创新智能、绿色生态、幸福宜居、韧性安全的北京非首都功能疏解首要承载地、雄安新区先行发展示范区、国家创新资源重要集聚区和国际金融开放合作区，支撑起步区建设成为高质量、高水平社会主义现代化城市主城区
雄安新区起步区	规划面积约 198 平方公里，城市建设用地约 100 平方公里	1 亿平方米左右	起步区对外骨干交通路网基本建成，部分能源水利和内部市政、交通设施开工建设；启动区基础设施建设全面展开，部分重点项目和公共服务设施建成运营，首批北京非首都功能疏解项目落地。	起步区重大基础设施全面建设，对外交通骨干路网、防洪骨干工程和部分基础性能源、水利、市政基础设施建成投运；启动区基础设施基本建成、城区雏形初步显现，科技创新项目、高端高新产业加快落地，北京非首都功能疏解承接初见成效。	起步区基本建成绿色低碳、节约高效、开放创新、信息智能、宜居宜业、具有较强竞争力和影响力、人与自然和谐共生的高水平社会主义现代化城市主城区；城市功能更加完善，现代化基础设施系统完备，优质公共服务体系形成；承接北京非首都功能成效显著，高端高新产业引领发展，对外开放水平和国际影响力不断提高，城市治理能力和城市管理现代化全面实现。

资料来源：《河北雄安新区启动区控制性详细规划》、《河北雄安新区起步区控制性规划》、国盛证券研究所

三是地方债、政策性金融机构授信等多方支持下，资金端得到有力保障。一方面，2018年底财政部提前下达河北的844亿元地方债额度中河北已经安排195亿元用于雄安新区建设，新增的873亿元中包含单独核定的雄安新区新增限额105亿元，共计300亿元地方债额度支持。另一方面，财政部与国开行等政策性银行重点支持雄安新区建设，财政部下达雄安新区建设发展综合财力补助100亿元，国开行截至4月已完成对雄安起步阶段重点建设项目授信300亿元。此外，雄安集团完成200亿元永续债注册及首期6亿元发行。

河北新增专项债规模较大，对基建投资的撬动作用会更大。目前已经披露全年新增专项债限额的省市中，河北省以1171亿元仅次于广东省位居第二位。考虑到目前公路等及基建项目最低资本金比例为20%，剔除土储以及棚改40%左右的占比，以今年河北新增专项债规模计算，理论上撬动基建投资的规模较为可观（若剩余60%比例专项债中一半用于重大基建项目资本金，按20%的最低资本金比例，可撬动约1750亿元的基建投资，若全部用于资本金，可撬动3500亿元基建投资，分别相当于2017年河北三大类基建投资规模的46%、23%），拉动效用将非常显著。

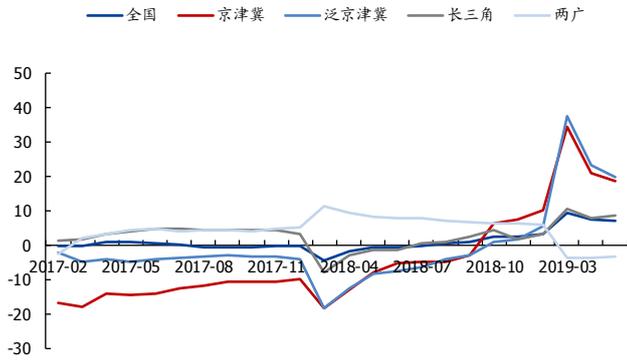
图表 14: 已披露全年新增专项债限额的省市及限额 (单位: 亿元)



资料来源: 地方财政部门、国盛证券研究所

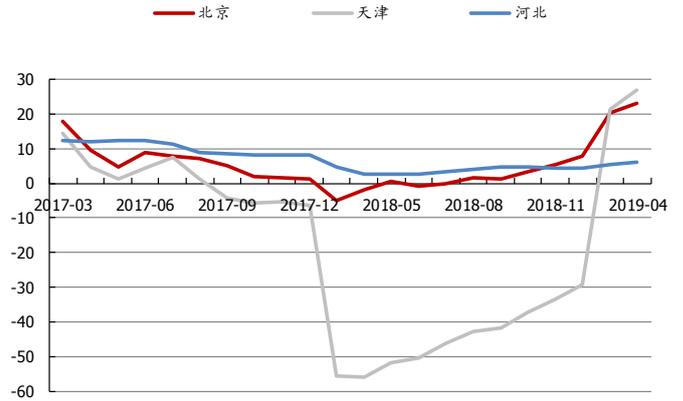
后续雄安需求将带来增量需求，有望加速区域需求回升。2018年四季度以来，随着国家补短板、稳基建政策的落地，以及区域内部重大项目的加速实施，区域基建投资明显提速，叠加北京、天津地产市场的回暖，水泥需求快速回升。其中2018年四季度京津冀和泛京津冀区域水泥产量分别同比增长41.1%和25.6%（高于全国平均的6.4%），今年1-5月水泥产量分别同比增长18.7%和19.9%（高于全国平均的7.1%）。后续随着雄安新区大规模建设的启动（此前主要是外部城际铁路、高速公路的建设，大规模市政基础设施建设尚未启动，水泥需求尚未释放），相关的工程建设有望为区域需求带来可观的增量。

图表 15: 今年以来京津冀与泛京津冀区域需求表现领先全国(水泥产量累计增速, 单位: %)



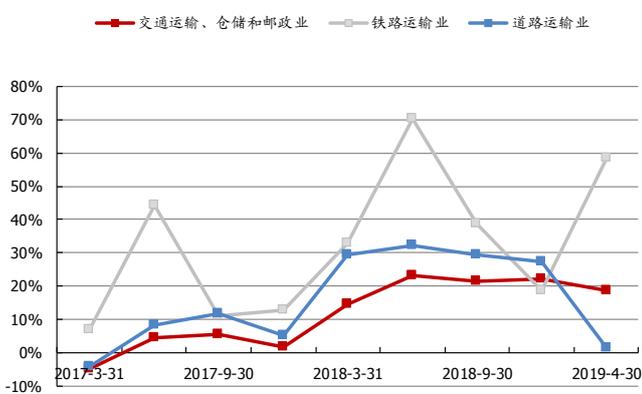
资料来源: 国家统计局、数字水泥网、国盛证券研究所

图表 16: 北京、天津、河北固定资产投资建筑安装工程投资增速自 2018 年下半年以来均有显著回升(单位: %)



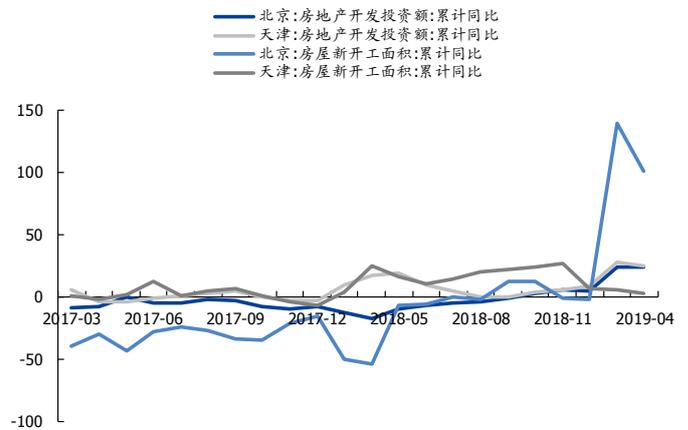
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 17: 河北省交通运输、仓储和邮政业投资投资维持较快增长



资料来源: 河北统计局、国盛证券研究所

图表 18: 北京、天津地产投资和房屋新开工增速大幅提升(单位: %)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

### 3、泛京津冀市场格局得到明显优化

泛京津冀是北方最重要的水泥市场，该区域涵盖了北方最重要的人口、经济核心区，既包括逐步被作为一个整体进行统筹规划、协同发展的京津冀地区，也包括邻近地理单元相连、陆路运输便利的山东、河南两个人口大省和经济大省，以及紧邻河北、交通连接逐步完善的山西省。

从近五到十年来区域水泥市场情况来看，尽管华北运输条件差于南方的沿江沿海地区，但随着区域之间产能布局与需求增长的不平衡，跨省市的熟料、水泥流动也成为常态，泛京津冀地区四省一市水泥市场之间连动性逐步提高，形成类似长三角、两广一个大的竞争区域。

(1) 山东、河南水泥市场体量大，近年来需求表现和产能发挥情况好于京津冀和山西地区，且错峰执行严格，价格属国内高地，逐步转变为水泥输入地区。但山东因沿海，外部输入压力主要来自于东北南下熟料与进口熟料，其次是山西地区；河南外部输入压力主要来自于山西方向。

(2) 京津冀水泥市场体量同样较为可观，但产能利用率略低于山东、河南，随着近年来景气水平的提升，也面临着山西、内蒙、辽宁等低价区域输入的压力，但受限于运输条件和整体输入体量较小。

(3) 山西水泥产能过剩相对严重，属于低价区，但因本身产能规模相对较小（产能和需求占泛京津冀的不到 20%），且近年来错峰生产力度不断趋严加强，相对泛京津冀大的市场冲击较为有限。

2016 年以来新增产能的缩减与错峰生产的严格执行使得区域剔除采暖季错峰后的实际产能利用率已经回升至较高的水平，非采暖季水泥供给的约束则进一步缓解了区域的供需矛盾。在市场集中度显著提升后，随着新增产能严格限制、矿山管控的强化，泛京津冀水泥市场基础已经大为改善。

图表 19: 泛京津冀水泥市场概况

	面积 (万平方米)	2018 年末 常住人口 (万)	2018 年水泥 产量 (万吨)	占我国大陆 地区比重	人均水泥消 费量 (吨)	2018 年熟料 设计产能 (万吨)	熟料产能利用率
北京	1.64	2154	397	0.2%	0.18	301	82.4%
天津	1.19	1560	619	0.3%	0.40	124	50.6%
河北	18.88	7520	8936	4.1%	1.19	9378	57.0%
山西	15.67	3702	4127	1.9%	1.11	6405	45.3%
山东	15.58	10006	12280	5.6%	1.23	11174	61.5%
河南	16.7	9559	10965	5.0%	1.15	9564	60.8%
京津冀合计	21.72	11234	9952	4.6%	0.89	9802	57.7%
泛京津冀合计	69.67	34501	37325	17.1%	1.08	36944	57.5%
我国大陆地区	<b>960</b>	<b>139008</b>	<b>217667</b>		<b>1.57</b>	<b>181923</b>	<b>71.1%</b>

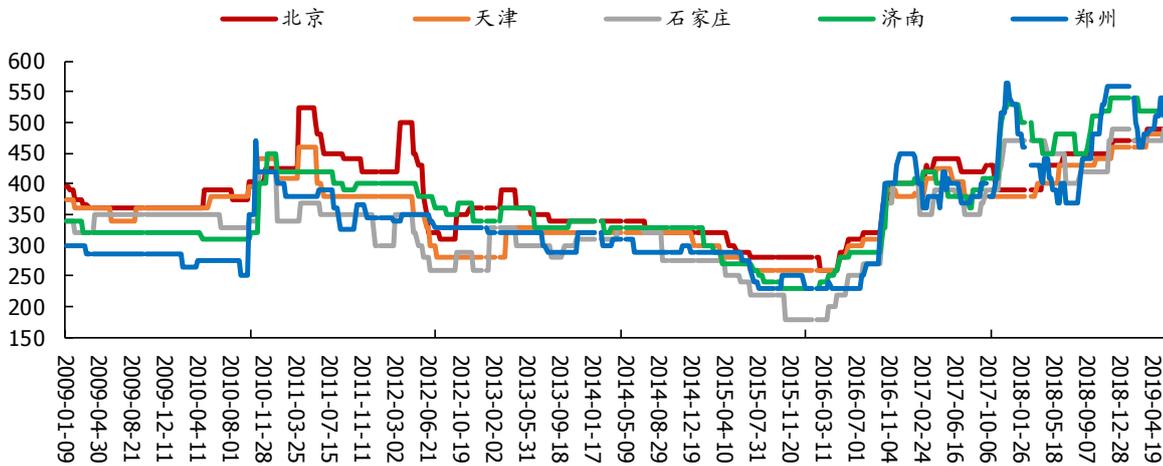
资料来源：数字水泥网、国盛证券研究所

图表 20: 京津冀区域熟料、水泥流动示意图



资料来源: 水泥地理、数字水泥网、国盛证券研究所

图表 21: 泛京津冀区域各省市近年来价格走势相关性较强 (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

### 3.1、存量格局获得再优化

#### 3.1.1、产业政策等严格限制新增产能，区域进入存量整合优化时代

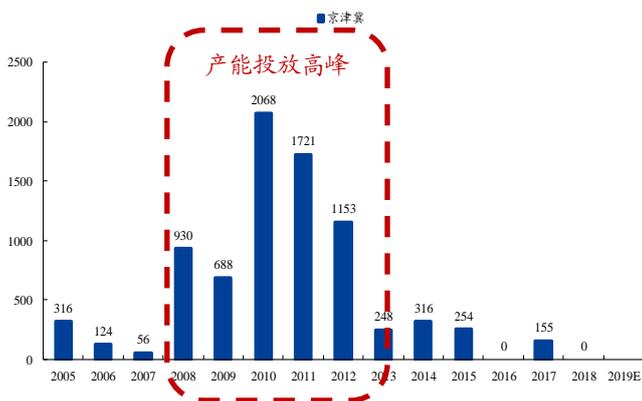
此前泛京津冀区域零星的在产项目已经基本投放完毕，其中京津冀市场在 2017 年后已经无新建生产线投产，山西的新增产能也已于今年基本释放完毕。根据《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》，北京全市范围、河北全省范围、山东全省范围内不再承接水泥产业转移。同时在环保政策和矿山管控力度持续加大的背景下，新增产能项目获得环保批文以及矿山采矿权的难度非常大，未来继续新增产能的可能性很小，因此区域将进入存量格局的再整合和再优化时代。

图表 22: 《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》中北京、河北、山东全域引导不再承接水泥产业转移

引导不再承接水泥产业转移的省市	北京市：全市范围
	河北省：全省范围
	浙江省：部分范围：杭州市、宁波市、嘉兴市
	山东省：全省范围
	海南省：全省范围
逐步退出水泥产业省市	重庆市：全省范围
	四川省：全省范围
	贵州省：部分范围：贵安新区
	上海市：全市范围
优先承接发展的地区	江苏省：各类风景名胜区
	湖北省：部分范围：鄂州市、神农架林区
	山东：东营市
	西藏（拉萨市、日喀则市、山南市、昌都市）

资料来源：《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》公示稿、国盛证券研究所

图表 23: 京津冀地区 2017 年后无新增产能投放（单位：万吨）



资料来源：水泥地理、数字水泥网、国盛证券研究所

图表 24: 泛京津冀地区产能投放已基本释放完毕（单位：万吨）



资料来源：水泥地理、国盛证券研究所

#### 3.1.2、矿山管控日益严格，有望加速存量产能退出

河北省 2018 年-2020 年实施露天矿山污染持续整治三年作战计划，进一步明确了加强源头控制、鼓励关闭退出、支持转型发展、创新治理模式等推进矿山环境综合整治的政策措施。其中 2019 年 6 月下发的《加强矿产资源开发管控十条措施》明确提出严格控制矿产资源开采总量，重点压减与水泥、玻璃等过剩产能行业配套的矿产资源开采总量，

实施配套实施矿山的关闭与停批，打击非法开采等行为。

考虑到《矿产资源开采登记管理办法》规定大型以上的矿山有效期最长为 30 年，中型最长为 20 年，小型最长为 10 年，而京津冀地区大部分熟料产能建设于 2000 年以后，我们判断未来一段时间内京津冀区域部分生产线面临矿山到期问题，严格管控下继续开采难度加大，将大大提高企业的原材料成本，使得区域水泥行业的成本曲线斜率进一步加大，在一定程度上将加速资源缺乏、装备水平差的存量产能退出。此外由于区域龙头企业在矿山资源储备方面相对中小企业有着突出优势，矿产资源的严格开发管控也有望促进行业的进一步整合。

图表 25: 河北省对矿产资源管控大为收紧，重点压减与水泥等过剩产能行业配套的矿产资源开采总量

文件名称	发布日期	主要内容
河北省《加强矿产资源开发管控十条措施》	2019年6月	<p><b>1.严格执行矿产资源总体规划：严格控制矿产资源开采总量，重点压减与煤炭、水泥、玻璃等过剩产能行业配套的矿产资源开采总量。</b>合理划定重点开采区、限制开采区和禁止开采区。</p> <p><b>2.严格控制矿产资源开发：</b>禁止在生态保护红线内、永久基本农田、城镇开发边界内、自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区、地质遗迹保护区、文物保护单位的保护范围内和铁路高速公路国道两侧各 1000 米范围内新批固体矿产资源开发项目。</p> <p><b>4.实施矿山关闭和停批：</b>依法关闭限期整改仍达不到生态环境保护要求和环保、安全标准的矿山。力争 2020 年固体矿山数量较 2015 年减少 30%，到 2025 年固体矿山数量减少 50%。停止新批石膏矿项目、平原区煤炭开发项目。暂停新增生产能力的产能过剩矿产开发项目审批，已有矿山暂停扩大矿区范围审批。暂停新上露天矿产开发项目审批，已有露天矿山暂停扩大矿区范围审批。</p> <p><b>6.加快推进绿色矿山建设。</b></p> <p><b>9.严厉打击非法开采矿产资源行为。</b></p>
河北省《关于严格控制矿产资源开发加强生态环境保护的通知》	2018年5月	要求坚决关停违法违规矿山，同时将矿产开发项目的立项核准、环境影响评价报告审批、矿业权许可、安全生产许可等审批权一律依法调整至省级主管部门。

资料来源：河北政府网站、国盛证券研究所

### 3.1.3、市场集中度大幅提升，竞争格局显著优化，水泥价格的波动性得到平抑

回顾京津冀水泥价格上两轮大幅下跌（2012 年上半年、2014-2015 年），一方面来自于区域供需关系的迅速恶化，另一方面也因为竞争加剧导致区域内部未能采取有效的市场协同手段。加之京津冀市场周边的山东、河南是熟料产能大省，山西、内蒙古和辽宁属于产能严重过剩区域，在 2013 年以来北方水泥需求持续下滑的周期中，产能过剩导致的区域间低价熟料无秩序流窜进一步恶化了竞争格局。

近年来随着泛京津冀市场的整合，区域集中度出现跃升，市场格局得到显著改善。包括 2014 年中建材入股山水，2013 年以来中建材、天瑞对同力水泥的参股，标志着区域市场的整合拉开帷幕，对山东、河南市场格局的改善起到了突出的作用（中建材与山水总产能占山东省总产能的 56%，天瑞、中建材、同力总产能占河南省总产能的 54%）。2016 年以来金隅、冀东的整合使得京津冀地区龙头企业产能份额超过 50%，同时也提升了山西市场的集中度。目前泛京津冀地区以金隅冀东、中建材和山水为代表的龙头企业产能所占份额已经达到较高水平。得益于市场集中度的提升，2018 年以来山东、河南已成为全国水泥价格最高的区域之一。

图表 26: 京津冀与泛京津冀地区前三大企业产能集中度已经达到较高的水平

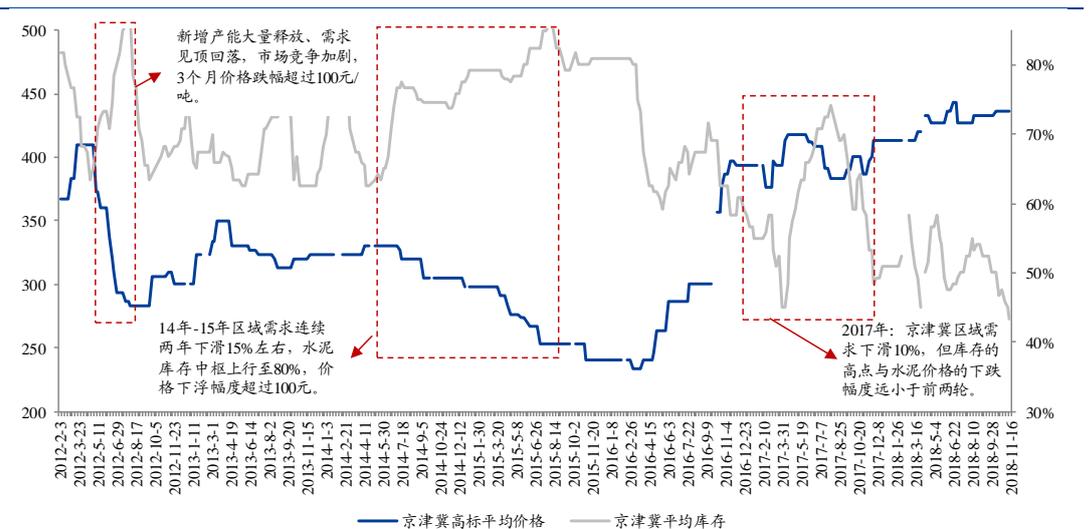
区域	区域熟料产能 (万吨)	第一大企业		第二大企业		第三大企业		前三大企业产能占比合计			
		企业名称	产能 (万吨)	份额	企业名称	产能 (万吨)	份额		企业名称	产能 (万吨)	份额
京津冀	9802	金隅冀东	5425	55.3%	曲寨	564	5.8%	中国建材	450	4.6%	65.7%
山东	11174	中国建材	3587	32.1%	山水水泥	2685	24.0%	泉兴能源	961	8.6%	64.7%
河南	9564	天瑞水泥	2248	23.5%	中国建材	1717	18.0%	同力水泥	1225	12.8%	54.3%
山西	6405	金隅冀东	1197	18.7%	山水水泥	936	14.6%	华润水泥	527	8.2%	41.5%
泛京津冀合计	36944	金隅冀东	7000	18.9%	中国建材	5832	15.8%	山水水泥	3776	10.2%	45.0%

备注: 若考虑到中建材对山水、同力的参股, 泛京津冀地区前三大企业产能份额达到 51.0%。

资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

2017 年京津冀区域水泥需求出现 10% 的下滑, 但价格跌幅远小于上两轮, 反映格局改善后市场应对需求不利影响的韧性明显增强。

图表 27: 金隅冀东的整合显著优化区域竞争格局, 2017 年需求下滑时期水泥价格跌幅远小于上两轮 (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网、国盛证券研究所

### 3.2、公路“治超”严格化, 水泥流动性降低

泛京津冀区域过去公路运输超限超载现象较为突出, 近年来各省市治超持续严格化, 源头治超与科技治超等多种手段强化, 各省市超限超载得到有效的控制。以河北省为例, 2018年-2019年4月全省累计查处违法超限超载车辆 13.17 万辆, 卸载货物 502.1 万吨, 高速公路通行“百吨王”货车由高峰期的每月 2.5 万辆下降至今年 2 月份的 11 辆。

公路“治超”严格化将使得以前水泥长距离运输中的超限超载现象大幅减少, 过去依靠超载取得的低廉运费将难以为继, 水泥跨区域的流动性势必降低。特别是内蒙、辽宁、山西等产能严重过剩地区距离京津冀核心地区公路运距相对较远, 单位公路运费的提高

对长距离运输成本影响非常显著(根据经验数据,严格限载后吨公里运费可超过0.4元)。将缩减区域水泥市场的外部供给压力,有助于推升区域价格整体水平。

图表 28: 周边省份产能规模较大或过剩较为严重的区域距离京津冀核心市场绝对距离较远,限载后公路运价较高

省份	产能规模较大或产能过剩较为严重的地区	公路运距 (km)			严格治超后公路运费测算 (元/吨)		
		北京	天津	雄安	北京	天津	雄安
山西	吕梁	700	720	600	280	288	240
内蒙古	包头	670	810	730	268	324	292
	乌海	1050	1100	980	420	440	392
辽宁	辽阳	700	660	790	280	264	316

资料来源: 高德地图、国盛证券研究所

### 3.3、区域竞合迈入良性循环

景气回升周期中,行业竞合将迈入良性循环。需求的止跌回升促使企业发货量提升、库存压力减轻,环保侧的刚性约束则较为公平、均衡且有效地限制企业边际增加生产的可能,区域的竞合态势较 2015 年已有大幅改观。

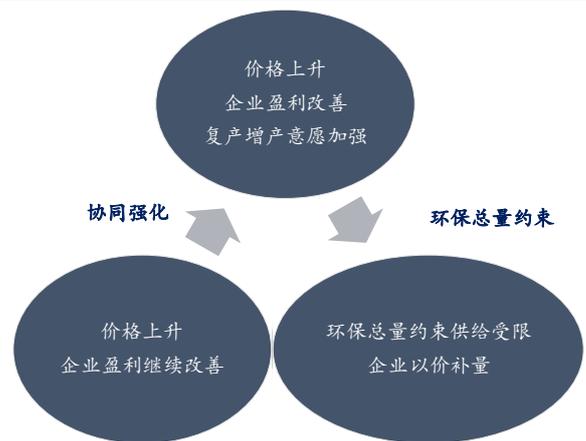
虽然短期来看,部分企业提前开大票等行为以及外围市场水泥的潜在进入压力仍使得区域内部如唐山等地价格走势弱于供需库存的变化,反映部分企业心态仍然较为谨慎,但随着需求的持续回升,在环保刚性约束下,我们判断将形成价格上行——协同优化——价格上行的正向反馈机制。(2017-2018 年华东水泥市场的表现是一个例子)

图表 29: 一般的水泥协同周期



资料来源: 国盛证券研究所

图表 30: 环保总量约束下的水泥协同周期: 形成价格上行——协同优化——价格上行的正向反馈机制



资料来源: 国盛证券研究所

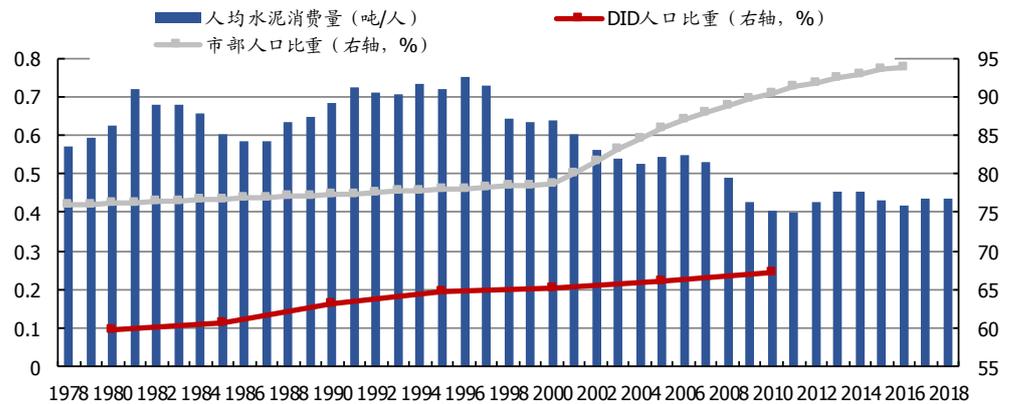
## 4、京津冀需求增长潜力大

### 4.1、南北需求分化，泛京津冀成为需求先行下滑市场

泛京津冀是北方最重要的水泥市场，但水泥需求自 2013 年起持续下行，人均消费量远低于长三角、珠三角区域。该区域涵盖了北方最重要的人口、经济核心区，面积合计为 69.7 万平方千米，2018 年末常住人口合计为 3.45 亿，是北方最为重要的水泥市场。但京津冀、泛京津冀地区需求先于全国见顶并连续出现下滑，分别于 2011 年、2013 年达到峰值（全国为 2014 年），后续需求的下降幅度亦超过于全国水平，导致供需矛盾迅速激化，产能利用率快速下行。京津冀、泛京津冀需求自 2013 年以来累计下滑幅度分别达到 23% 和 11%。京津冀、泛京津冀区域 2018 年仅为 0.88 吨、1.08 吨，不仅远低于全国平均和长三角、珠三角的水平，也落后于全国平均水平。

京津冀需求自 2013 年以来的下滑是否说明区域水泥需求已经率先见顶？我们认为并非如此。从发展程度更高的另一东亚国家——日本的情况来看，在城市化进程大幅放缓前没有出现趋势性的大幅下滑，水泥需求的“下台阶”发生在其城市化进程大幅放缓的节点（从具有代表性的 DID 人口比重来看，这一指标在 1995 年之后上升势头明显放缓），在 1995 年以前，日本水泥需求虽有波动，但大趋势仍是小幅增长或维持平稳。对应到京津冀水泥市场，2013 年以来需求的下滑可能更为类似于日本水泥需求在 1980-1985 年左右的阶段性回落，主要是区域经济等多方面因素造成的需求阶段性波动。

图表 31：日本水泥需求在城市化进程显著放缓前没有出现趋势性的大幅下滑



备注：日本城市化水平一般选取两个指标：一是市部人口比重，统计的是日本“市”区划下人口的占比，标准较中国现行标准略微宽松，且日本在市町村合并后，“市”的辖区范围大量包括农村，导致市总人口无法反映城市人口集中程度，而受区划变动影响大，因此代表性不强。二是 DID（人口集中地区）人口比重，为剔除区划变动的影 响，日本采用了人口集中地区（DID）这个概念，具体是人口 5000 以上，人口密度 4000 以上的基本单位区所构成的互相连接的区域，更能反映城市化进程的变化，但标准较国内明显更严。

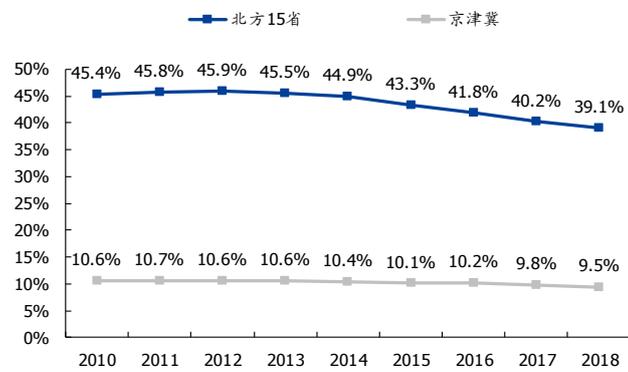
资料来源：世界银行、日本国势调查、国盛证券研究所

放在全国宏观经济大背景下，泛京津冀市场的下滑并非个例，无独有偶，东北、西北两个大区自 2013 年以来也经历了较大幅度的下降，而同期华东、华南和西南市场均有不同幅度的增长。需求表现的分化让北方水泥走向严重过剩，这也是南北水泥景气出现持续分化的核心原因。

水泥需求表现的分化反映出我国经济快速发展过程中区域发展差距特别是南北差距拉大的趋势。《中国区域经济发展报告》指出“近年来我国经济增速逐渐打破四大板块的限制，呈现出南北差异的特点，经济增速‘南快北慢’、经济总量占比‘南升北降’特征比较明显”，特别是 2010 年以来北方 15 省市及京津冀区域国内生产总值占全国的比重持续下

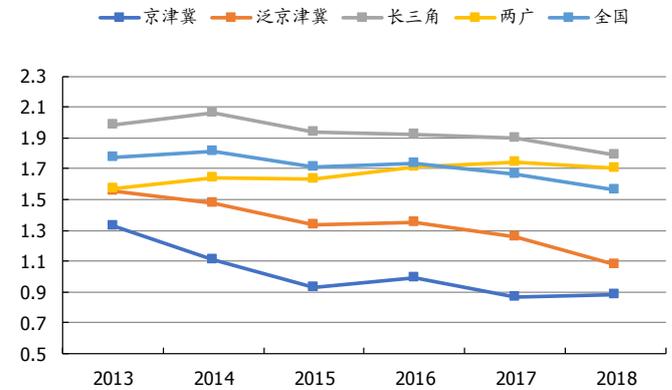
降，其中北方15省国内生产总值占全国的比重从2012年的45.9%下降至2018年的39.1%，京津冀国内生产总值占全国的比重从2012年的10.7%下降至2018年的9.5%，反映南北区域发展差距正在逐步拉开。

图表 32: 北方15省市和京津冀国内生产总值占全国比重持续下滑



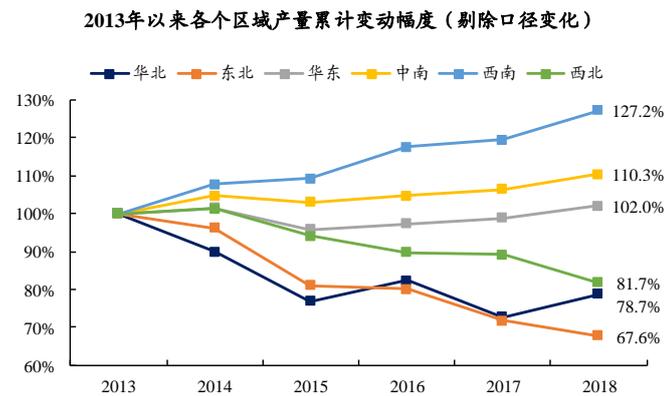
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 33: 京津冀人均水泥消费了自2013年以来大幅下滑, 远低于全国平均与其他竞争市场(单位: 吨/人)



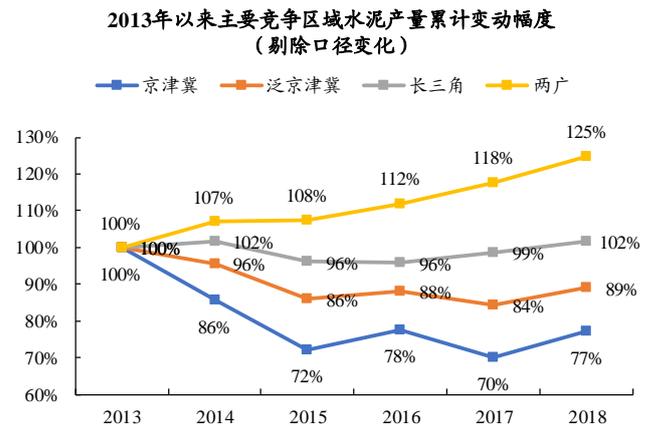
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 34: 2013年以来南北水泥需求分化加剧



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 35: 2013年以来京津冀需求累计下滑幅度超过20%



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

#### 4.2、“区域协调发展”，京津冀定位北方“增长极”

针对区域发展差距的拉大，十九大报告提出“实施区域协调发展战略”作为新时代国家重大战略之一。中共中央和国务院也于2018年11月发布《关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》。区域协调发展的国家战略导向下，缩小区域发展差距是关键目标，我们判断随着国家层面更为细化的政策落地，区域发展差距尤其是南北发展的分化将逐步得到扭转。

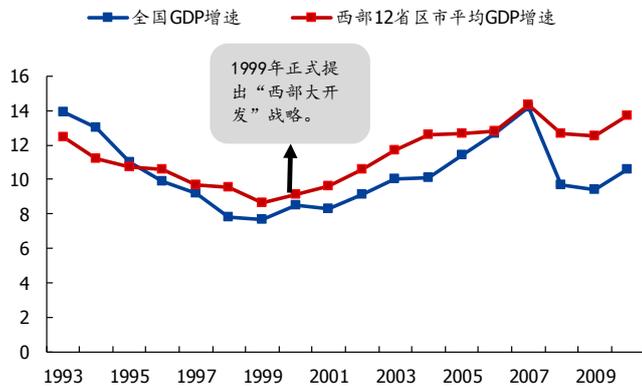
京津冀作为北方最核心的发展区域，在环渤海和北方地区发展上起着重要带动引领作用，定位为国家层面重要的“增长极”，规划建设“世界级城市群”。协调东中西、平衡南北

方是国家经济空间协同发展面临的重大战略问题。京津冀位于环渤海地区中心，是中国北方地区最重要的核心区，是有效协调东中西、特别是平衡南北方的中心地区，因此“京津冀协同发展”无疑具有重大的战略地位。《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》将京津冀城市群定位为与珠三角、长三角并列的“国民经济重要的增长极”，并提出“要以建设世界级城市群为目标”。“京津冀协同发展”战略的实施，将推动实现京津冀优势互补、促进环渤海经济区发展、带动北方腹地发展的需要。

**类比 1999 年开始国家基于“东西部协调发展和最终实现共同富裕”所实施的“西部大开发”战略，国家战略上对京津冀极高的定位以及现实的支持力度将助推区域经济的长远发展。**

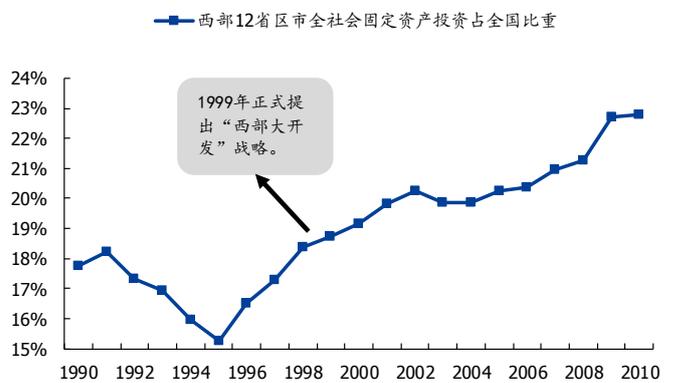
在“西部大开发”实施后的“第一个十年”，随着一系列政策支持的落地以及一批重点项目的启动，西部省区经济增长显著加速，持续高于全国平均水平，固定资产投资占全国的比重也出现明显提升，东西部之间发展差距拉大的趋势得到扭转。

图表 36: 国家实施“西部大开发”战略后的十年间，西部省份经济增速领先全国平均水平 (单位: %)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

图表 37: 国家实施“西部大开发”战略后的十年间，西部省份固定资产投资占全国比重持续提升



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

### 4.3、基建完善叠加城市化推进，京津冀区域中长期需求潜力大

从基础设施完善程度以及城市化率的指标来看，京津冀基建与城市化进程仍有较大的空间。

**基础设施完善程度:** 京津冀地区除了普通铁路网络规模有优势以外，普通公路、高速公路以及高速铁路的线网密度与长三角地区有明显差距，整体与珠三角地区相当，但两广山区比重远高于京津冀地区，人口密度也要明显低于京津冀地区。因此京津冀与另外两大城市群在基础设施上仍有一些差距存在。

**城市化率:** 京津冀与长三角、珠三角地区差距较大，城镇人口比重低于其余两大城市群 6 个百分点。三大城市群在国家层面定位接近，因此随着区域经济增长、京津冀协同发展以及首都功能疏解、雄安新区建设，我们预期京津冀城市化推进速度有望大大加快，逐步追赶长三角和珠三角水平。

图表 38: 京津冀、长三角与珠三角城市化与交通线网情况

	面积 (万平方公里)	2018 年常住人口 (万人)	其中: 城镇人口 (万人)	城镇人口 比重	公路里程 (公里, 2017)	高速公路里程 (公里, 2017)	铁路营业里程 (公里, 2017)	运营速度 200km/h 以上 铁路里程 (公里, 2018)
北京市	1.64	2154	1863	86.5%	22242	1013	1264	140
天津市	1.19	1560	1297	83.2%	16532	1248	1149	312
河北省	18.88	7556	4264	56.4%	189000	6531	7162	1180
<b>京津冀</b>	<b>21.71</b>	<b>11270</b>	<b>7424</b>	<b>65.9%</b>	<b>227774</b>	<b>8792</b>	<b>9575</b>	<b>1632</b>
上海市	0.7	2424	2135	88.1%	13322	829	465	114
江苏省	10.72	8051	5604	69.6%	158000	4688	2816	1381
浙江省	10.55	5737	3953	68.9%	120100	4154	2624	1453
<b>长三角</b>	<b>21.97</b>	<b>16211</b>	<b>11692</b>	<b>72.1%</b>	<b>291422</b>	<b>9671</b>	<b>5906</b>	<b>2948</b>
广东省	17.97	11346	8022	70.7%	219580	8347	4201	1889
广西省	23.76	4926	2474	50.2%	123259	5259	5191	1759
<b>珠三角</b>	<b>41.73</b>	<b>16272</b>	<b>10496</b>	<b>72.1%</b>	<b>342839</b>	<b>13606</b>	<b>9392</b>	<b>3648</b>

资料来源: 国家统计局、地方政府网站、Wind、国盛证券研究所

图表 39: 京津冀普通公路、高速公路、高速铁路线网密度处于三大城市群中后位置

	公路网络密度 (公里/万平方公里, 2017)	高速公路网络密度 (公里/万平方公里, 2017)	铁路网络密度(公里/万 平方公里, 2017)	运营速度 200km/h 以上 铁路里程(公里, 2018)
北京市	13562	618	771	85
天津市	13892	1049	965	262
河北省	10011	346	379	63
<b>京津冀</b>	<b>10492</b>	<b>405</b>	<b>441</b>	<b>75</b>
上海市	19031	1184	664	163
江苏省	14739	437	263	129
浙江省	11384	394	249	138
<b>长三角</b>	<b>13265</b>	<b>440</b>	<b>269</b>	<b>134</b>
广东省	12219	464	234	105
广西省	5188	221	218	74
<b>珠三角</b>	<b>8216</b>	<b>326</b>	<b>225</b>	<b>87</b>

资料来源: 国家统计局、地方政府网站、Wind、国盛证券研究所

我们此前在报告中基于基建完善与城市化率提升已经对区域需求潜力进行测算, 数据结果说明京津冀区域中期需求中枢较 2018 年有望增长 20%。其中京津冀中期(2022 年前)交通投资带来的水泥需求超过 1.6 亿吨(基于京津冀区域内交通基础设施密度提升的水泥需求测算), 城镇化推进中期(2022 年前)有望带来 2.6 亿吨的水泥需求, 假定农村基础市场需求未来几年基本保持稳定, 京津冀地区 2018-2022 年的水泥需求有望接近 6 亿吨。(详见《冀东水泥报告: 被低估的华北水泥龙头》)

## 5、投资建议

京津冀水泥市场自 2013 年以来需求持续下滑激化供需矛盾，景气落后南方水泥市场，但我们认为这并非说明京津冀区域水泥需求已经率先达到见顶，而是近年南北经济发展差距逐步拉大这一区域发展差异问题的一个“缩影”。“区域协调发展”战略之下，南北差异有望得到缩小。京津冀作为北方最核心的发展区域，在环渤海和北方地区发展上起着重要带动引领作用，我们判断京津冀需求中期区域需求较 2018 年增长 20% 以上。

经过过去数年的整合，泛京津冀区域格局得到明显优化，需求趋势性回升之下，逐渐形成一个类似于长三角高集中度、较高产能运转率的大市场，以中国建材、金隅冀东为核心，错峰之下的产能运转率高于 90%，价格和盈利曲线也将攀升至高位后窄幅波动。矿山和超载整治也将使得行业成本曲线尾部陡峭化。

### 继续重点推荐冀东水泥：

(1) 产能运转率持续提升推动价格持续上涨，京津冀水泥需求增量明显且持续。“蓝天保卫战”施加供给强约束，京津冀及周边地区空气质量居全国末位，环保任务重，产能发挥受到大气污染治理的刚性约束。

(2) 泛京津冀区域格局得到明显优化，逐渐形成高集中度的大市场。

(3) 基于环保严格限产与区域需求表现，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 32.8、44.7、49.7 亿元，对应市盈率 7.5、5.5、4.9 倍，维持“买入”评级。

图表 40: 冀东水泥 2019-2021 年盈利预测简表

	单位	2018	2019E	2020E	2021E
水泥及熟料综合销量	万吨	9664	10746	11283	11509
YOY			9.6%	5%	5%
吨均价	元	291	313	336	342
吨毛利	元	89	120	138	144
吨净利	元	26	54	69	76
少数股东损益占比		42%	43%	43%	43%
归母净利润	万元	148323	327696	446718	497101
EPS		1.10	2.43	3.32	3.69

备注：2019 年销量口径与少数股东损益占比变化因冀东金隅第二批重组所致

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

## 风险提示

### 宏观政策反复风险

基建、地产市场是水泥需求的两个重要构成部分。近年来以供给侧改革为主线，房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控，基建投资受到去杠杆、化解地方债务风险、整顿 PPP 项目等多重压力，宏观政策的反复可能造成下游需求的超预期波动。

### 环保超预期放松的风险

随着经济持续减速，环保取得阶段性成果，稳增长要求下环保若出现阶段性边际放松，供给可能出现较大幅度增长。

### 行业竞合态势恶化的风险

随着新增产能投放，外部供给进入持续放大，市场竞合心态可能超预期恶化。

### 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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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