

建筑材料行业

价格中枢高位维持，北方景气向上

核心观点:

● 行业历史的两次高光时刻区别在哪？

我们站在“中枢”的视角对行业两次高光时刻（2009-2012、2016年至今）再次进行对比：需求端，固投、水泥产量增速中枢分别由25%、15%下滑至8%、0%；供给端，1）行业年新增产能中枢由2亿吨下滑至2000吨左右；2）错峰生产范围由华东地区的自主协同复制至全国；3）水泥联合销售公司实现从无到有的转变，大企业的竞合关系发生变化。

● 未来水泥价格中枢为什么仍能维持高位？

未来水泥价格中枢仍能维持高位的原因在于：需求端，建筑业新订单PMI指数高景气，基建投资正在缓慢复苏路上，低库存使得地产投资具韧性，需求不会出现大幅下滑；供给端，2019-2020年行业新增供给有限，北方地区新增供给影响很小，且新增区域多位于西南、华东、中南等目前供需关系较好的区域。此外，水泥行业高集中度和错峰生产政策，即使在需求下滑的情况下也能维持价格的稳定性。

● 为什么过去两年行业呈现“南强北弱”？

在过去两年供给基本稳定情况下，我们认为行业呈现“南强北弱”的主要原因在于北方地区需求弱于低于南方。对比北方与南方的固定资产投资增速与水泥产量增速，北方已处于零增长甚至负增长的情况；而南方地区固定资产投资呈现缓慢回落状态，水泥产量也始终保持正增长。这也导致了北方十五省水泥价格在大部分时间都低于南方十六省，从人均水泥产量、企业ROE的角度来看，同样是北方地区要弱于南方地区。

● 北方需求回暖正当时，华东景气高位延续

分区域来看，1-6月北方地区的水泥产量数据继续普遍大幅正增长，结合库存、出货率等高频数据来看，北方的京津冀、陕甘地区需求明显回暖。南方地区中，华东的水泥产量增长最为突出，进入旺季后出货率恢复情况较好，整体来看华东需求仍保持高景气。伴随着北方需求的回暖，我们认为北方水泥公司量和价都在回升向南方靠拢，ROE扩张空间大北方水泥公司的ROE上半年已经在改善，体现为盈利超预期增长。

● 投资建议：推荐祁连山、冀东水泥、华新水泥、海螺水泥

从目前高频数据和供需逻辑，我们判断下半年南方地区水泥价格仍将保持高位小幅震荡，北方核心地区预计会稳中有升；同时下半年政策环境会更倾向于稳增长；继续首选推荐景气上行的北方龙头祁连山和冀东水泥，其次景气保持景气的南方龙头海螺水泥（600585.SH/00914.HK）。

● 风险提示

宏观经济继续下行风险，行业新投产产能超预期风险，公司管理风险等。

行业评级

持有

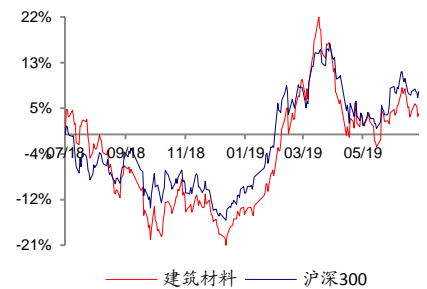
前次评级

持有

报告日期

2019-07-21

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592

021-60750630



xielu@gf.com.cn

分析师:

赵勇臻



SAC 执证号: S0260519040002



021-60750614



zhaoyongzhen@gf.com.cn

请注意，邹戈、赵勇臻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。

相关研究:

建筑材料行业:北方水泥公司 2019-07-14
业绩高增长

建筑材料行业:行业业绩有亮点 2019-07-07

建筑材料行业:基本面小幅震荡，河北停产严于去年 2019-06-30

联系人: 李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	40.17	2019/4/29	买入	45.55	5.33	5.16	8	8	4	4	22%	19%
海螺水泥	00914.HK	HKD	47.55	2019/4/29	买入	55.25	5.33	5.16	9	9	4	4	22%	19%
华新水泥	600801.SH	RMB	20.07	2019/7/14	买入	23.98	2.79	2.64	7	8	5	5	29%	24%
旗滨集团	601636.SH	RMB	3.76	2018/10/12	买入	-	0.50	0.55	8	7	21	21	17%	17%
山东药玻	600529.SH	RMB	21.90	2019/5/5	买入	32.20	1.15	1.48	19	15	15	11	12%	14%
中国巨石	600176.SH	RMB	9.07	2019/4/4	买入	13.86	0.77	0.89	12	10	11	9	16%	16%
中材科技	002080.SZ	RMB	10.00	2019/7/12	买入	13.35	0.89	1.07	11	9	8	7	13%	14%
长海股份	300196.SZ	RMB	9.45	2018/10/28	买入	-	0.96	1.17	10	8	11	8	14%	15%
东方雨虹	002271.SZ	RMB	22.36	2019/4/29	买入	21.12	1.32	1.63	17	14	10	8	20%	21%
三棵树	603737.SH	RMB	42.22	2019/5/10	买入	62.90	2.40	3.60	18	12	14	10	20%	25%
伟星新材	002372.SZ	RMB	16.32	2019/4/26	买入	21.16	0.92	1.12	18	15	16	13	31%	34%
北新建材	000786.SZ	RMB	17.58	2019/5/7	买入	25.95	1.73	2.21	10	8	8	6	18%	20%
帝欧家居	002798.SZ	RMB	20.53	2018/8/28	买入	-	2.58	3.46	8	6	9	7	16%	18%
石英股份	603688.SH	RMB	12.02	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	20	15	21	15	13%	15%
冀东水泥	000401.SZ	RMB	18.18	2019/7/17	买入	24.37	2.67	3.05	7	6	3	2	20%	18%
祁连山	600720.SH	RMB	9.09	2019/7/9	买入	12.66	1.48	1.66	6	5	4	3	18%	17%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

水泥行业 2019 上半年回顾	6
行业供给端变化使得价格中枢在高位更具延续性	8
行业历史的两次高光时刻区别在哪?	8
下半年水泥价格中枢为什么仍能维持高位?	14
北方地区需求向上, 企业盈利回升可期	21
为什么过去两年行业呈现“南强北弱”?	21
北方需求回暖正当时, 华东景气高位延续	23
投资建议: 首选北方龙头祁连山、冀东水泥, 继续看好海螺水泥	25
风险提示	26

图表索引

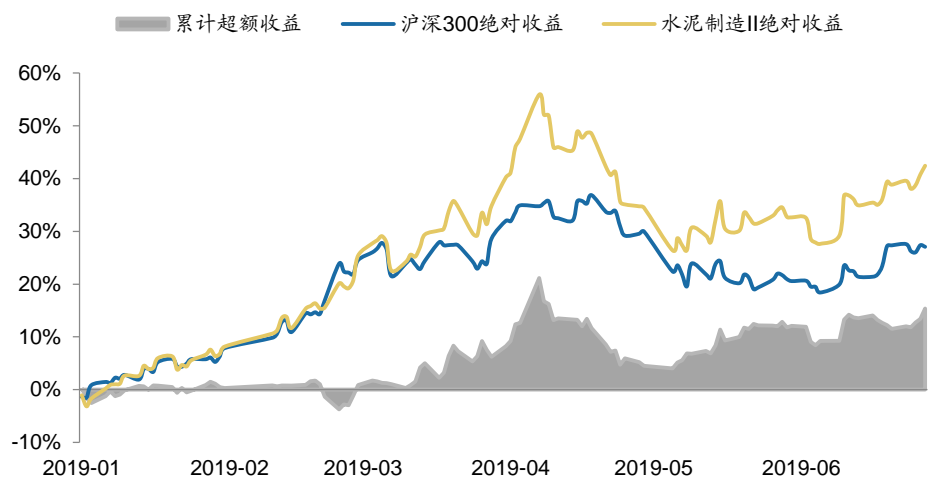
图 1: 2019 上半年水泥指数收益	6
图 2: 2019 上半年水泥个股绝对收益	6
图 3: 2019 上半年水泥个股相对收益	6
图 4: 2018 年初至今全国水泥产量及增速	7
图 5: 2018 年初至今全国水泥均价	7
图 6: 2009 年至今全国水泥利润总额 (半年度)	7
图 7: 2009 年至今全国单吨水泥利润总额 (半年度)	7
图 8: 2003 年至今全国高标水泥价格 (月度)	8
图 9: 2003-2018 年海螺水泥水泥及熟料吨毛利	8
图 10: 2009-2012 年全国固投、地产、基建投资增速	9
图 11: 2016 年至今全国固投、地产、基建投资增速	9
图 12: 2009-2012 年全国水泥产量增速	9
图 13: 2016 年至今全国水泥产量增速	9
图 14: 2009-2012 年全国新增熟料产能	10
图 15: 2016 年至今全国新增熟料产能	10
图 16: 水泥错峰生产政策历史演变	11
图 17: 2012-2019 年各省份错峰限产天数比较 (单位: 天; 不完全统计)	12
图 18: 2012-2019 年行业停产情况 (单位: 天)	12
图 19: 水泥传统周期传导机制	14
图 20: 水泥新周期传导机制	14
图 21: 2016 年至今建筑业新订单 PMI 指数	14
图 22: 2019 年 1-6 月基建固投 (不含电力等公用事业部门) 同比增长 4.1%	15
图 23: 2019 年 1-6 月基建相关财政支出同比增速 (%)	15
图 24: 2019 年 1-6 月房地产建安投资同比+5.4%	16
图 25: 2019 年 1-6 月累计新开工面积同比+10.1%	16
图 26: 2019 年 1-6 月累计销售面积同比-1.8%	16
图 27: 住宅模拟库存和去化情况	16
图 28: 2019 年 1-6 月累计施工面积同比+8.8%	17
图 29: 2019 年 1-6 月累计竣工面积同比-12.7%	17
图 30: 预计 2019-2021 年全国新增熟料产能情况	17
图 31: 全国在建产能地区分布 (截止 2019.6.15)	18
图 32: 全国拟建产能地区分布 (截止 2019.6.15)	18
图 33: 全国跨省置换产能分布 (截止 2019.6.15)	18
图 34: 2018 年全国及核心区域熟料产能集中度情况	19
图 35: 2016-2018 年甘肃及京津冀地区固投增速	20
图 36: 2016-2018 年甘肃及京津冀水泥产量增速	20
图 37: 2016-2018 年甘肃地区高标水泥价格	20
图 38: 2016-2018 年京津冀地区高标水泥价格	20
图 39: 2015-2018 年祁连山吨毛利	20

图 40: 2015-2018 年冀东水泥吨毛利	20
图 41: 华北、东北、西北固投增速	21
图 42: 华东、中南、西南固投增速	21
图 43: 华北、东北、西北水泥产量增速	21
图 44: 华东、中南、西南水泥产量增速	21
图 45: 2012 年至今北方十五省、南方十六省水泥均价及价差	22
图 46: 2003-2018 年海螺、华新、冀东、祁连山 ROE 比较	23
图 47: 北方三大区域水泥产量累计同比增速	24
图 48: 南方三大区域水泥产量累计同比增速	24
图 49: 北方三大区域库容比 (%)	24
图 50: 南方三大区域库容比 (%)	24
图 51: 北方三大区域水泥出货率 (%)	24
图 52: 南方三大区域水泥出货率 (%)	24
表 1: 截止 2018 年底已经成立的 14 家水泥联合销售公司	13
表 2: 2018 年南北方主要水泥上市公司水泥销量、归属净利润、ROE (平均) 相比 2011 年、2015 年变动情况	22

水泥行业 2019 上半年回顾

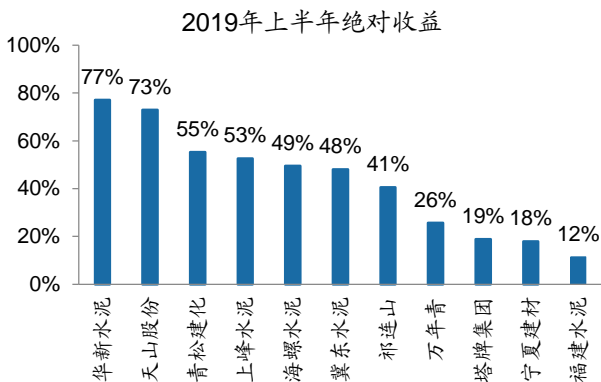
从二级市场表现来看，2019年上半年，中信水泥指数（CI005119）从5639点涨至8032点，涨幅42%，跑赢沪深300指数（涨幅27%），相对收益达15%。从个股收益来看，涨幅前三分别为华新水泥（77%）、天山股份（73%）、青松建化（55%）。站在相对收益的角度，能够录得相对收益的个股多为北方水泥股及全国龙头，位于南方的万年青、塔牌集团、福建水泥均未录得相对收益，北方水泥股相对更加强势。

图1：2019上半年水泥指数收益



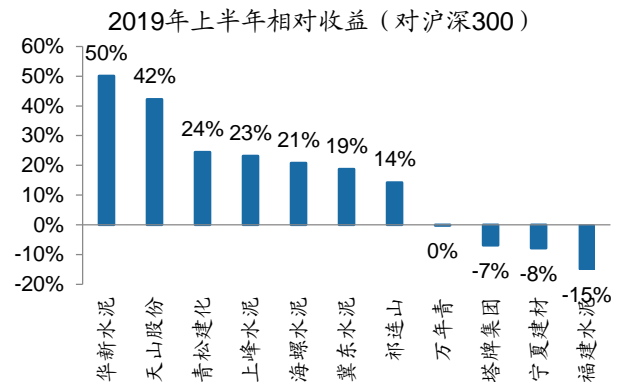
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：2019上半年水泥个股绝对收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

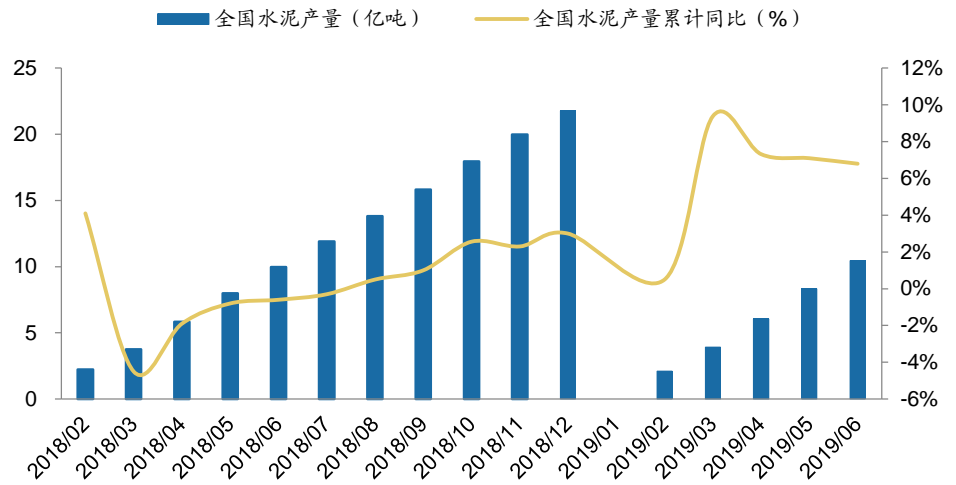
图3：2019上半年水泥个股相对收益



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

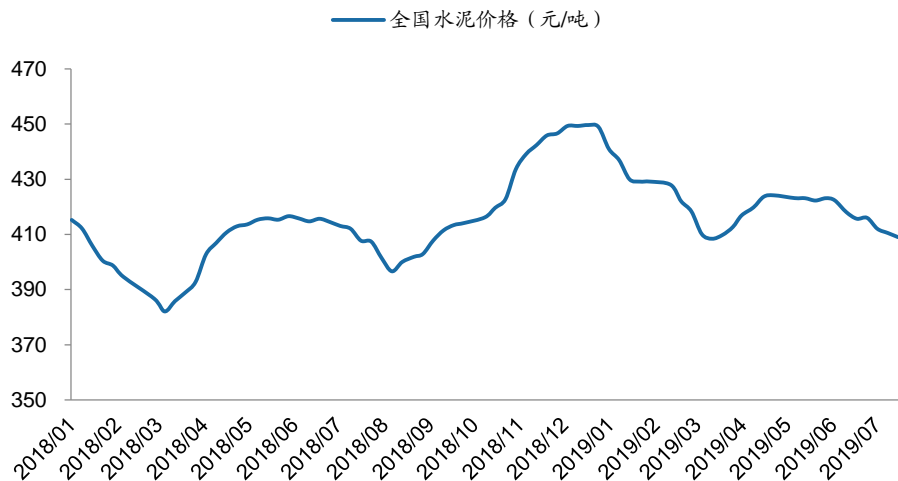
从基本面表现来看，根据统计局数据，2019年上半年全国水泥产量10.45亿吨，同比增长6.8%，增速相比去年要高；根据数字水泥网数据，上半年全国水泥均价422元/吨，同比上涨16元/吨，维持高位震荡；全国水泥企业利润总额达到800亿元以上，同比增长20%；单吨水泥盈利达76.6元，较去年同期增加9.5元，创历史新高。

图4: 2018年初至今全国水泥产量及增速



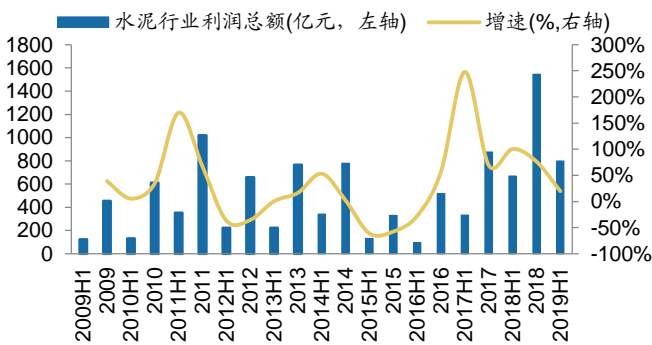
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图5: 2018年初至今全国水泥均价



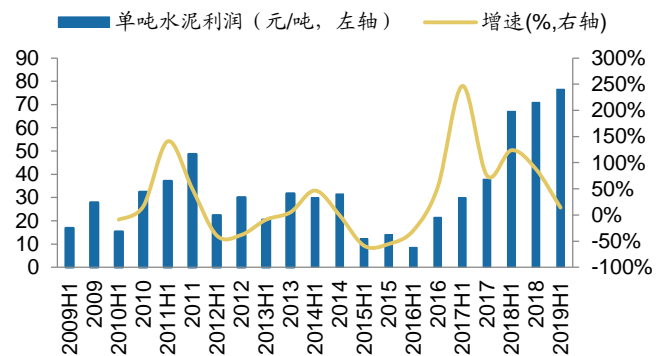
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图6: 2009年至今全国水泥利润总额（半年度）



数据来源: 工信部, 广发证券发展研究中心

图7: 2009年至今全国单吨水泥利润总额（半年度）



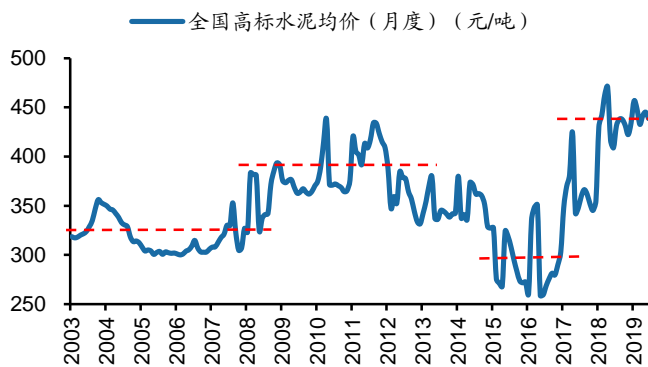
数据来源: 工信部, 统计局, 广发证券发展研究中心

行业供给端变化使得价格中枢在高位更具延续性

行业历史的两次高光时刻区别在哪？

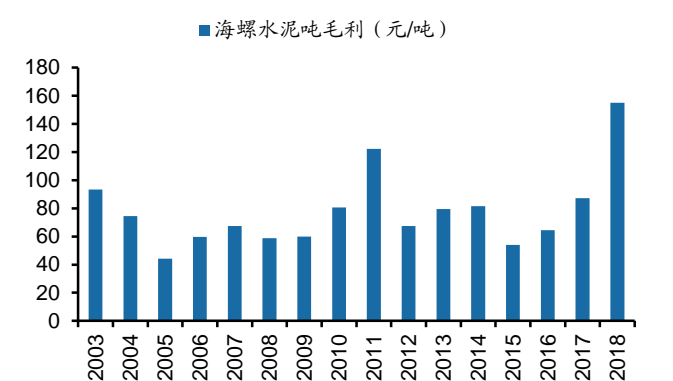
从我们可获得的数据（2003年至今的水泥价格、企业盈利，来源：数字水泥网）来看，水泥价格、盈利在历史上发生过两次显著的中枢上移，分别是2009-2012年与2016年至今。在2009-2012年的中枢上移周期中，行业价格中枢从325元/吨上移至400元/吨，价格高点出现在2010年4月（438元/吨）；在2016年至今的中枢上移周期中，行业价格中枢从300元/吨左右上移至440元/吨，幅度约是2009-2012年周期的两倍，持续性也更长，价格高点出现在2018年4月（471元/吨），已突破前高。从企业盈利来看，行业龙头海螺水泥2018年吨毛利155元，较2011年前高高出33元。

图8：2003年至今全国高标水泥价格（月度）



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图9：2003-2018年海螺水泥水泥及熟料吨毛利



数据来源：海螺水泥年报，广发证券发展研究中心

相似的中枢上移背后的原因存在差异，我们从需求、供给两个角度进行分析。

一、需求：中枢显著下移

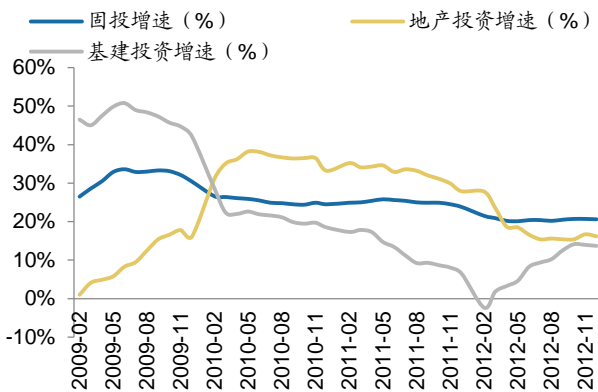
● 2009-2012：固投增速中枢25%，水泥产量增速中枢15%

2008年底为了应对金融危机，一方面推出“4万亿”刺激基建投资，2009年开始基建投资加速增长，全年增速达到42.2%，在上一年高基数基础上，2010年全年仍然增长18.5%；另一方面刺激房地产，2009年伊始房地产销售快速增长，在地产销售持续强劲带动下，房地产投资和新开工回升，2010年开始快速增长（2010年，房地产投资增速每个月都在30%以上，全年33.2%，全国固定资产投资增速中枢维持在25%左右。基建叠加房地产投资双景气，水泥需求旺盛，全国水泥产量增速中枢维持在15%左右的较高水平。

● 2016至今：固投增速中枢8%，水泥产量增速中枢0%

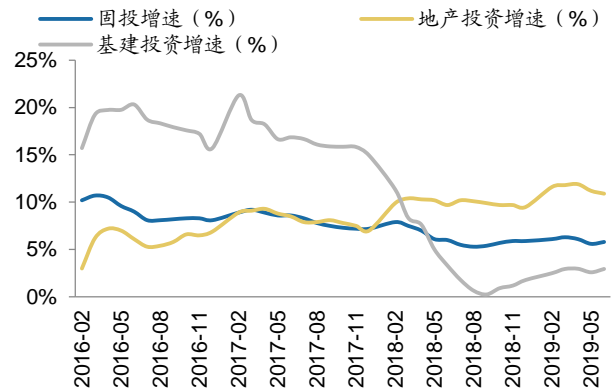
2015年全国GDP首次破7%，经济进入“新常态”，经济发展从高速增长转为中高速增长，同时经济结构不断优化升级。其中2016年通过投融资方式变革（PPP）带来的基建宽松在持续两年后出现大幅回落，地产投资在“去库存”政策的推动下具有韧性。整体固定资产投资增速中枢维持在8%左右，较2009-2012年中枢出现明显下移；水泥产量也自2014年见顶后进入低速增长阶段，需求中枢维持在0%附近。

图10：2009-2012年全国固投、地产、基建投资增速



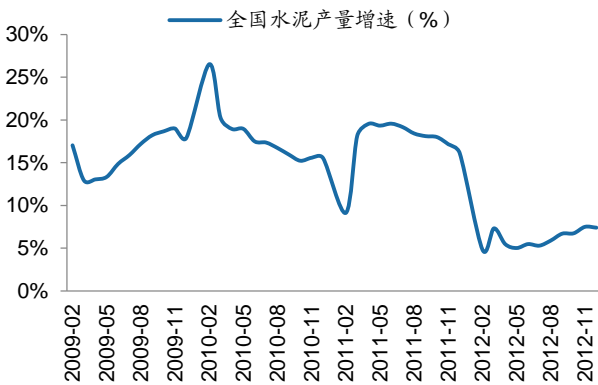
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图11：2016年至今全国固投、地产、基建投资增速



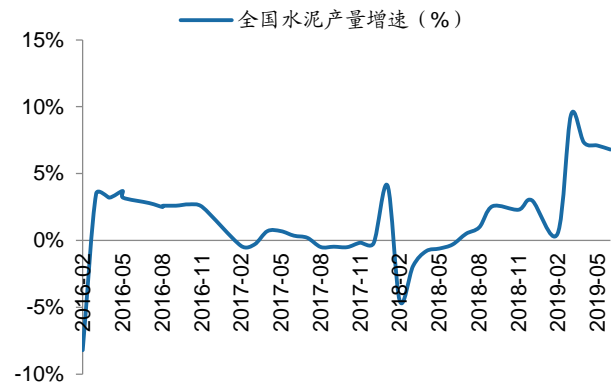
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图12：2009-2012年全国水泥产量增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图13：2016年至今全国水泥产量增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

二、新增产能：2016年以来行业新增产能显著减少

● 2009-2012：行业年新增产能在2亿吨的中枢

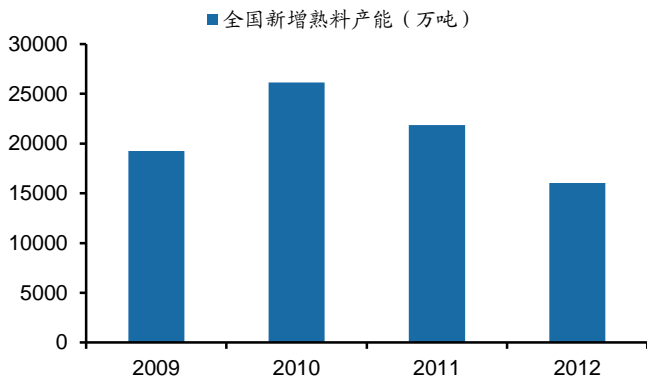
据数字水泥网数据，截止2008年底，水泥产能18.7亿吨，在建产能8.3亿吨，而当时市场需求仅16亿吨。2009年10月27日，国家发改委出台《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》（国发〔2009〕38号），要求加大对水泥等行业落后产能的淘汰力度，2012年淘汰所有落后产能，控制行业产能过快增长。2009年以后每年均有接近1亿吨的落后立窑产能淘汰，

但是对新增产能的控制方面收效有限。政策口径的把控上，以“等量置换”为目标，为后面新增产能留下较大的运作空间。2009-2012年，每年约有2亿吨左右新增产能投入市场。

● **2016-2018：行业年新增产能在2000万吨的中枢**

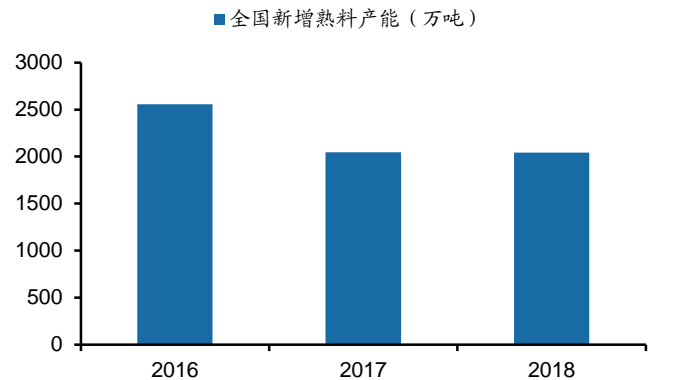
从2009年国发“38号文”时代开始，中央对水泥产业产能过剩就已经保持警惕。2013年国发“41号文”坚决遏制产能盲目扩张，严禁建设新增产能项目，各地方、各部门不得以任何名义、任何方式核准、备案产能严重过剩行业新增产能项目。2016年国发“34号文”要求2020年底前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目。2016-2018年全国新增熟料产能在2000万吨左右的中枢水平，较2009-2012年显著减少。

图14：2009-2012年全国新增熟料产能



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图15：2016年至今全国新增熟料产能



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

三、供给收缩：2010-2011年华东布局地区协同停产，2016年至今通过错峰生产全国范围内停产

● **2010-2011：华东区域企业协同停产，后随着新增产能大幅释放而破裂**

2010年下半年行业迎来第一次旺季限产，2010年5月国务院公布了《国务院关于进一步加大工作力度确保实现十一五节能减排目标的通知》，作为收官之年，为了完成十一五节能减排目标，9月份开始浙江、江苏、湖北、河北、山西等多个省份对水泥行业在内等高能耗行业拉闸限电，持续到12月份；由于旺季限产使得供需关系失衡，导致水泥价格大幅上涨，这也让长三角地区多次尝试未果的“协同”看到希望，限电结束后，2011年上半年企业间协同（行业格局转变）使得供需关系仍保持较好态势，高价格延续；后续随着2011年年中长三角地区新增产能大幅释放使得第一次协同破裂。

● **2016年至今：2011年全国范围内停产，通过政策使其常态化**

早在2014年11月新疆地区率先实行水泥错峰生产，当时新疆熟料产能利用率只有40%多，区域内企业想通过错峰生产协同自救，错峰生产从开始就是企业和协会自发行为。2014年12月晋冀鲁豫京津四省两市行业协会联合发出《泛华北地区水泥企业错峰生产自律公约》，也属于企业和协会自发自救行为；2015年升级为工信部 and 环保部发文要求北方十五省全部参与冬季错峰生产，2016年由国办发34号

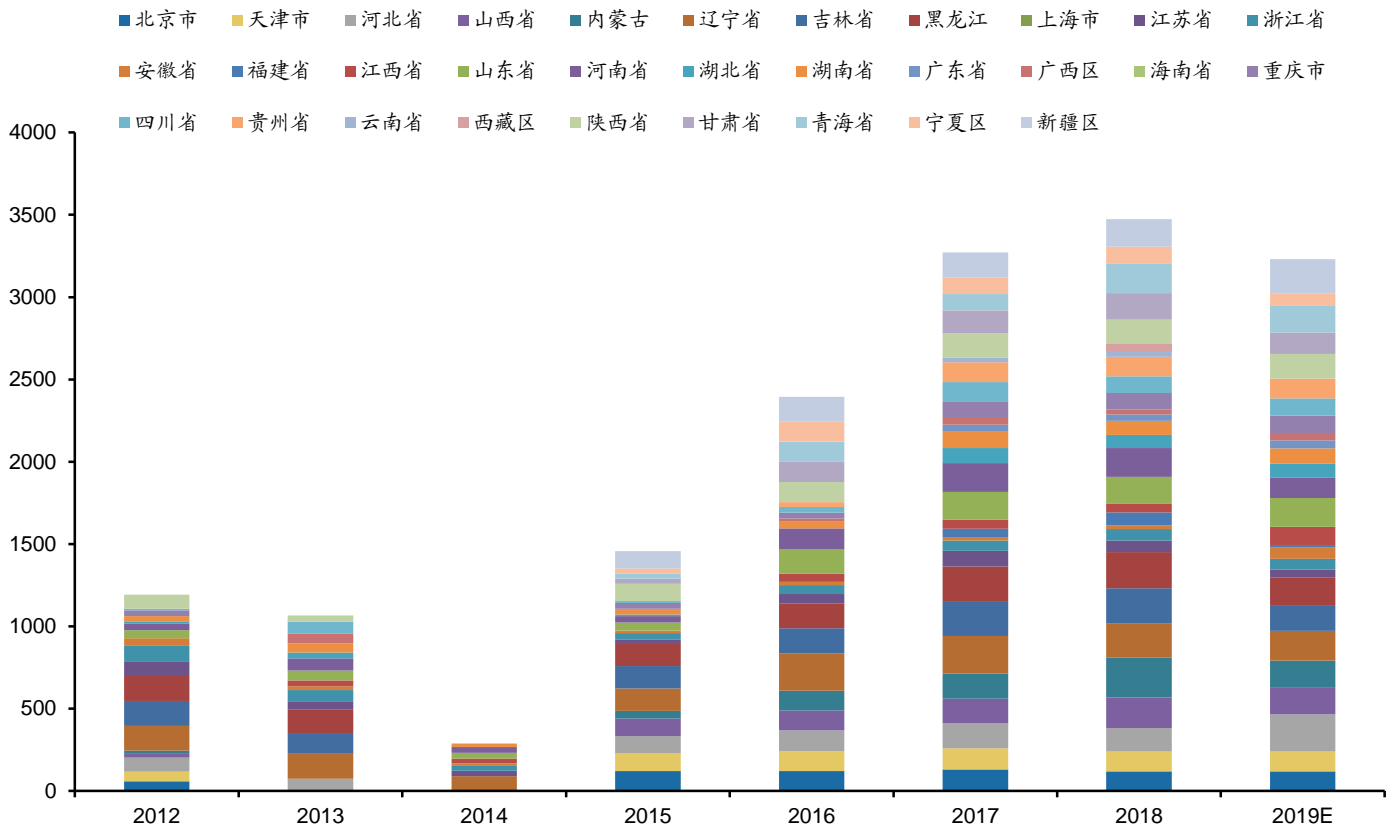
文件明确南北方冬季和夏季错峰，后工信部和环保部联合发文明确了2016-2020年错峰生产常态化；错峰生产本质上是把华东区域的协同停产在全国复制推广，并用政策常态化；而错峰生产带来的效果也是明显的，使得行业供给大幅收缩，供需关系变得均衡，由于错峰行为具有持续性，使得行业高景气延续性强。

图16: 水泥错峰生产政策历史演变



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

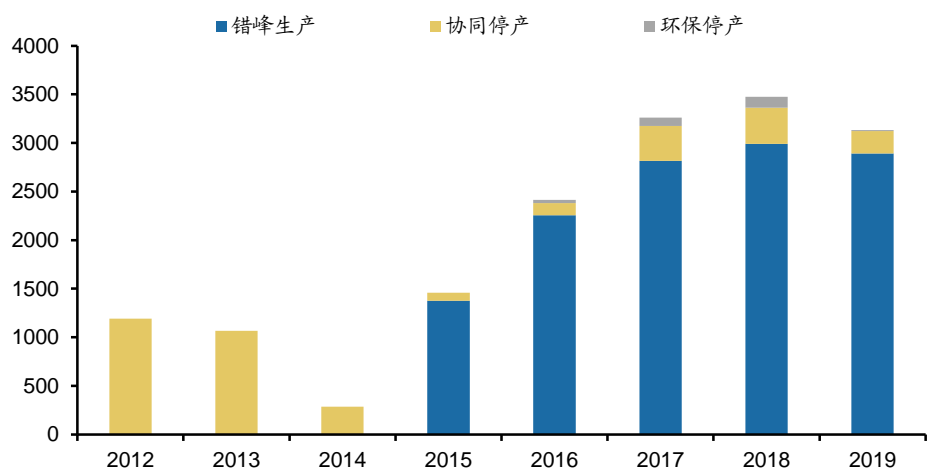
图17: 2012-2019年各省份错峰限产天数比较 (单位: 天; 不完全统计)



数据来源: 数字水泥网, 各省政府网站, 广发证券发展研究中心

注: 2019年为不完全统计

图18: 2012-2019年行业停产情况 (单位: 天)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

注: 2012-2013年东北三省自发冬季停产, 我们算入协同停产, 2015年加入北方十五省错峰生产序列; 2019年为不完全统计

四、大企业之间的竞合情况的变化：水泥联合销售公司出现

- **2009-2012：并未出现**
- **2016年至今：区域中水泥联合销售公司不断出现**

自2017年2月山东淄博成立全国首家水泥联合销售公司以来，东三省、安徽、唐山等均有水泥联合销售公司逐步落地。我们认为联合销售公司的设立进一步强化了行业自律，避免恶性竞争，使得大企业对区域的控制力更强。

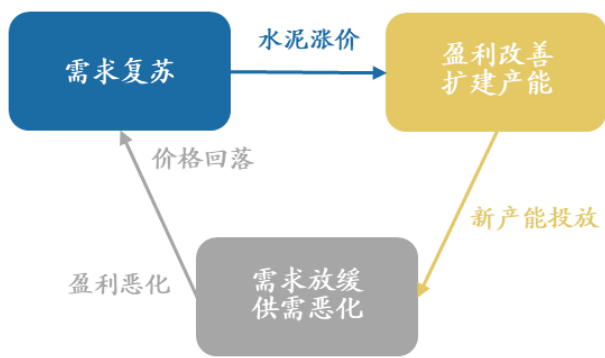
表 1：截止 2018 年底已经成立的 14 家水泥联合销售公司

时间	省份	公司名称	主要内容
2017-02	山东	淄博联和水泥	由淄博山水、山东东华、山东山铝等 7 家企业发起设立，严格执行错峰生产，实行无例外统一停窑。
2017-03	内蒙古	呼伦贝尔蒙北水泥	由阿荣旗蒙西水泥、海拉尔蒙西水泥、龙江北方水泥等 21 家水泥企业共同发起。
2017-03	辽宁	辽宁辽水水泥	由阜新大鹰、辽宁银盛等 4 家水泥企业发起。
2017-06	黑龙江	隆合建材	由北方水泥、亚泰集团、金隅冀东等组建，做实销售平台，同时积极探索平台外企业的整合办法，最终实现黑龙江水泥一体化。
2017-08	辽宁	辽宁云鼎	由山东山水、亚泰集团、北方水泥等 6 家在辽宁省内熟料产能合计 2346 万吨的企业建立。通过平台加强行业自律，落实错峰生产等产业政策。
2017-09	内蒙古	乌海蒙宁水泥	由蒙西水泥、蒙西建材、内蒙古水泥等 13 家水泥企业共同发起。
2018-01	黑龙江	黑龙江龙东水泥	由鸡西赛龙水泥、双鸭山新时代水泥等 4 家水泥企业发起。
2018-03	内蒙古	赤峰和盈	由喀旗政府主导，喀喇沁草原水泥等 8 家企业的 7 名出资人共同出资组建。联盟实行统一的石灰石资源整合开发利用，打造矿山采选—深加工—销售于一体的全链条式资源型产业集团。
2018-03	安徽	安徽江北海中	海螺和中建材旗下南方水泥合资组建安徽江北海中建材贸易有限责任公司，协同海螺和南方水泥熟料销售
2018-06	新疆	喀什联和惠泽管理咨询服务	喀什天山、喀什飞龙、喀什红旗、克州青松、莎车隆基、英吉沙山水共同组建成立
2018-07	河北	唐山金石	由唐山冀东、唐山建投、滦县磐石等 12 家企业发起成立，旨在联合唐山周边区域企业一起实现区域动态平衡供需关系，稳定市场价格。
2018-08	内蒙古	内蒙古水泥集团	由中国联合水泥、北方水泥等 6 家水泥企业发起成立，促进行业协同。
2018-11	青海	青海九凝建材有限公司	由祁连山、青海互助金圆、青海新型建材等 9 家企业和青海省建材工业协会发起设立，为化解青海省水泥过剩产能。
2018-12	吉林	吉林水泥	由亚泰集团、北方水泥和唐山冀东共同出资组建，探索关停压减过剩产能的新路径，优化产能结构布局，提高生产集中度。

数据来源：中国水泥网，广发证券发展研究中心

新建产能少和错峰生产打破了周期传统的供需传导机制，而区域高集中度和大企业良好合作机制使得大企业区域控制力加强，从而带来本轮上行周期中（低需求、低供给）价格和盈利中枢的上移。

图19: 水泥传统周期传导机制



数据来源: 广发证券发展研究中心

图20: 水泥新周期传导机制



数据来源: 广发证券发展研究中心

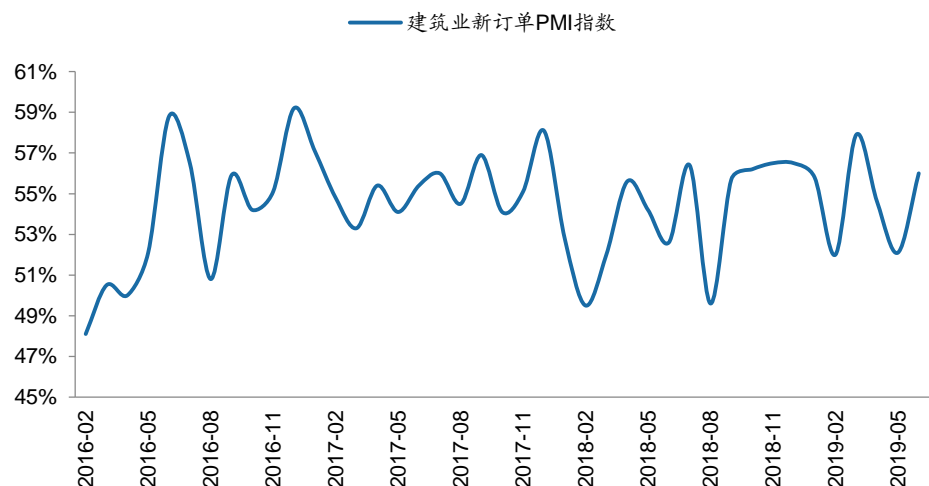
下半年水泥价格中枢为什么仍能维持高位?

一、需求不会出现大幅下滑

● 建筑业新订单PMI高景气

根据统计局数据, 作为基建与房建的前瞻指标, 2019年6月建筑业新订单PMI指数为56%, 较上月提升3.9个百分点, 较去年同期提升3.4个百分点, 连续10个月处于50%以上的景气区间。

图21: 2016年至今建筑业新订单PMI指数



数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

● 基建投资在缓慢复苏路上

据国家统计局数据, 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)1-6月同比增长4.1%, 增速环比2019年1-5月份上涨0.1个百分点, 增速比上年同期低3.2个百分点。基建数据持续小幅反弹后, 6月数据基本保持平稳, 但由于

投资统计的是“完成额”，目前看到的基建完成额反映的主要是上一期影响。1-6月与基建项目相关的财政支出类别合计增速为15.2%，较1-5月回落5.9个百分点。其中交通运输支出同比增长22.3%，城乡社区支出增长13.5%，农林水支出增长13.0%。考虑到去年基建投资持续回落的基数效应，预计后续基建投资大概率进一步上升。发改委16日公布的数据显示，上半年，发改委共审批核准固定资产投资项项目94个，总投资4715亿元，主要集中在能源、交通、高技术等行业。核准企业债券112支3647.2亿元，同比增长131%。发改委发言人也表示，下一步发改委将精准聚焦补短板重点领域，抓紧推进重大项目开工建设。

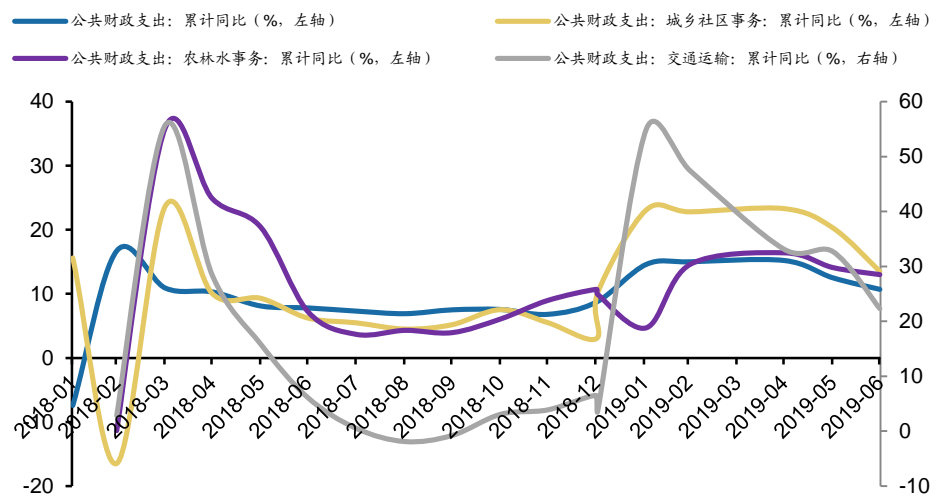
图22: 2019年1-6月基建固投(不含电力等公用事业部门)同比增长4.1%



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

注: 由于统计局公布数据口径的变化, 2014年及之前使用“包含电力等公用事业部门”的数据, 2015年及之后采用“不含电力等公用事业部门”的数据。

图23: 2019年1-6月基建相关财政支出同比增速 (%)



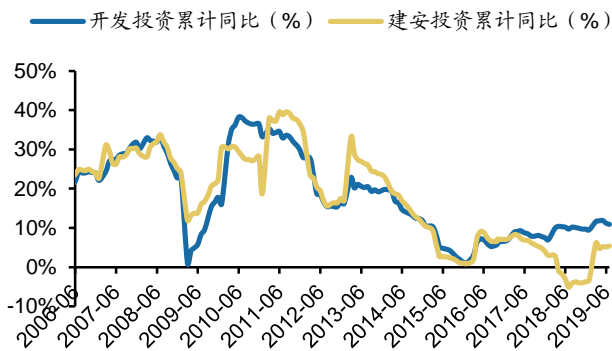
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

● 低库存使得地产投资具韧性

据国家统计局数据，2019年1-6月份，商品房销售面积同比增速-1.8%，增速环比2019年1-5月份回落0.2个百分点，增速比上一年同期低5.1个百分点；全国房地产开发投资同比增速10.9%，增速环比2019年1-5月份回落0.3个百分点，增速比上一年同期高1.2个百分点，其中建安投资增速5.4%，增速去上一年同期高10.5个百分点；全国新开工面积同比增速10.1%，增速环比2019年1-5月份回落0.4个百分点，增速比上一年同期低1.7个百分点；全国施工面积同比增速8.8%，环比2019年1-5月份持平，增速比上一年同期高6.3个百分点。

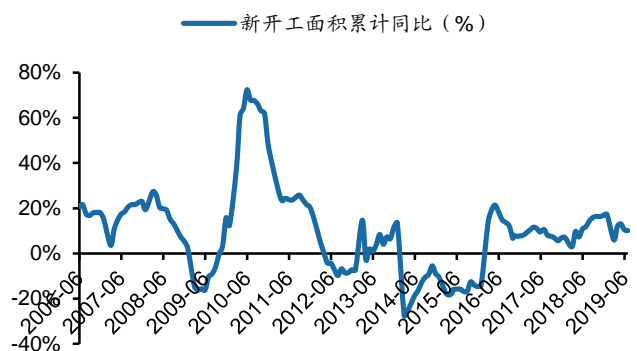
6月份的地产数据整体符合我们在此前判断，一是本轮房地产周期“补库存”时间晚，目前“补库存”尚未结束，使得目前房地产新开工在高位仍有延续性；二是随着货币和信贷放松、销售合同硬约束，施工速度加快，施工面积增速和建安投资增速有望迎来持续回升；三是因城施策的政策基调和房地产销售的结构分化，使得房地产销售回落幅度不大。（具体逻辑可参阅我们的深度报告《再论本轮房地产周期和对上下游产业链的影响》）

图24： 2019年1-6月房地产建安投资同比+5.4%



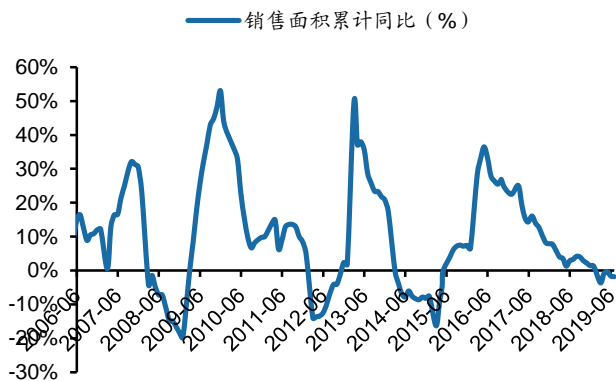
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图25： 2019年1-6月累计新开工面积同比+10.1%



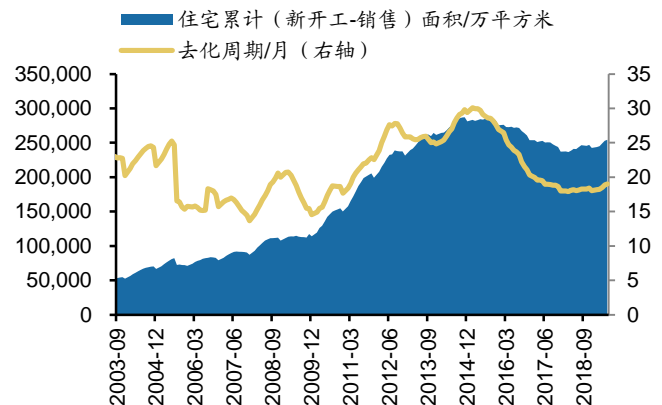
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图26： 2019年1-6月累计销售面积同比-1.8%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图27： 住宅模拟库存和去化情况



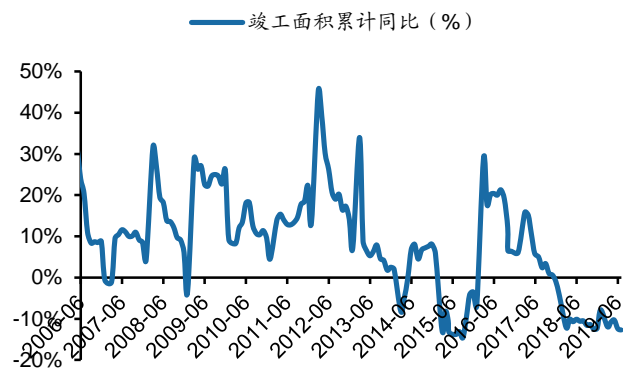
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图28: 2019年1-6月累计施工面积同比+8.8%



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图29: 2019年1-6月累计竣工面积同比-12.7%

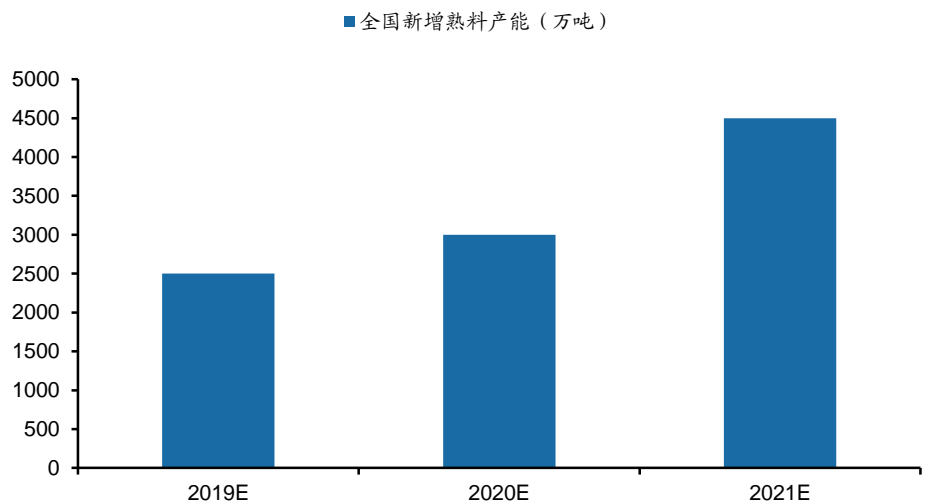


数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

二、2019-2020年行业新增供给有限，北方地区新增供给影响很小

根据数字水泥网数据，截止2019年6月15日，国内拟在建水泥熟料总产能7500万吨，其中已经处于在建状态的有5000万吨，拟建产能（已公示置换指标，尚未开工）2500万吨。2019年预计全年新增熟料产能2000-2500万吨；2020-2021年将保持小幅上升趋势，分别达到3000万吨、4500万吨，预计接下来仍将会有新的置换产能公布。虽然2019-2020年新增产能较2016-2018年有所增多，但幅度有限，对行业整体冲击有限。

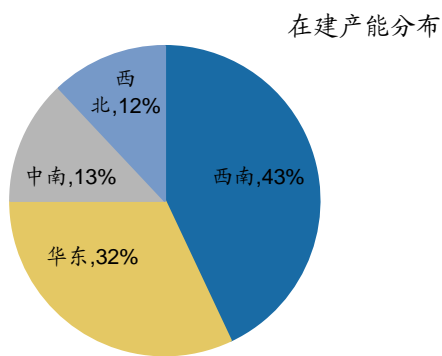
图30: 预计2019-2021年全国新增熟料产能情况



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

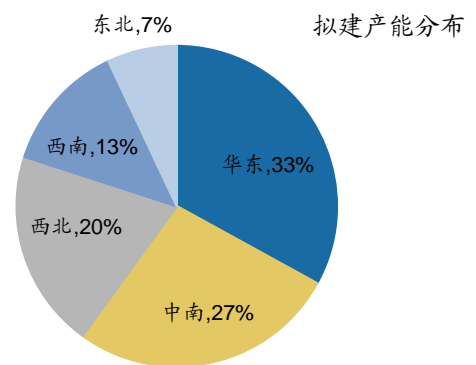
从拟在建产能区域分布看，主要集中在西南、华东和中南，当前供需关系较好的区域。在建产能中，西南和华东分别为2200万吨和1600万吨，占总量43%和32%；拟建产能中，华东、中南分别为700万吨和560万吨，占比33%和27%。

图31: 全国在建产能地区分布 (截止2019.6.15)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

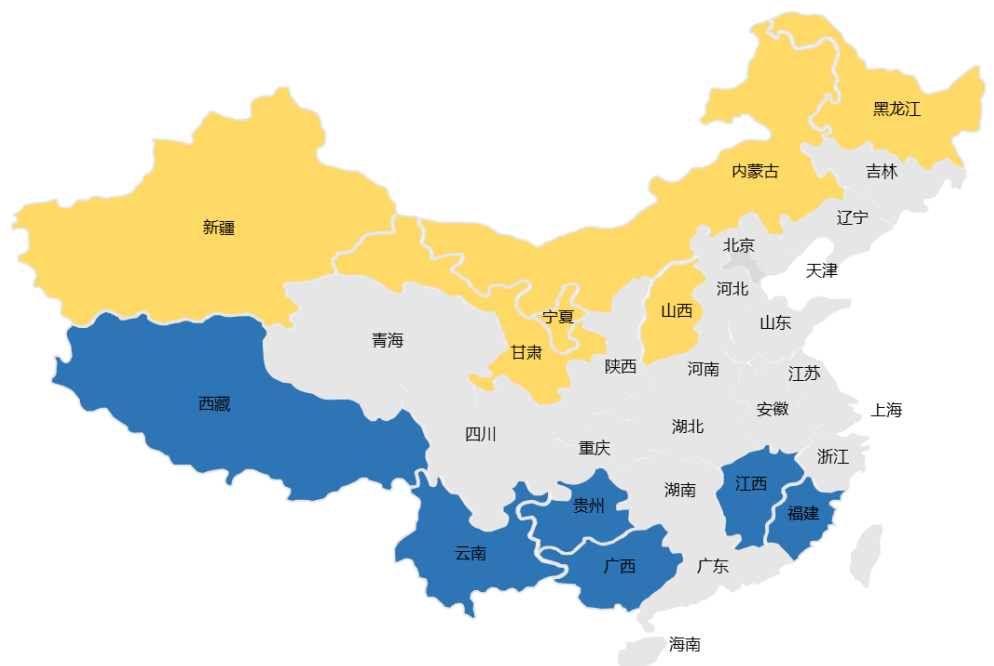
图32: 全国拟建产能地区分布 (截止2019.6.15)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

跨省置换产能共计2250万吨, 占当前拟在建总产能近30%。跨入省份主要是江西、福建、广西、云南、贵州和西藏等地。转出省份以新疆、甘肃、宁夏、内蒙、山西和黑龙江为主。

图33: 全国跨省置换产能分布 (截止2019.6.15)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

注: 黄色为置出省, 蓝色为置入省

总的来说, 我们认为当期产能置换情况对2019-2020年全国水泥市场的供需格局影响很小; 从结构来看, 西南局部区域由于新增产能较多, 同时区域集中度低, 存在区域价格大幅回落的情况 (比如今年的贵州); 北方地区新增产能少, 同时产能异地置换出去多, 新增供给影响很小。

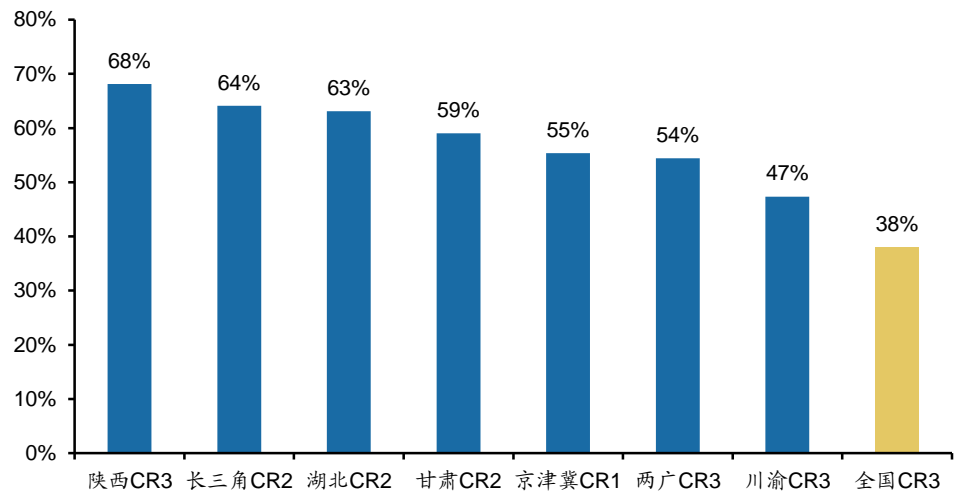
三、水泥行业高集中度和错峰生产政策，即使在需求下滑的情况下也能维持价格的稳定性

首先，水泥是短腿产品，其低货值、不易储存的特性使其具有明显的区域性特征；单从表观集中度来看（用全国熟料产能集中度表示），2018年全国CR3企业熟料产能集中度为38%，但考虑到水泥行业的区域性，从实际的核心区域市场来看，集中度远超过于此——2018年长三角、湖北、陕西核心企业的熟料产能集中度已经超过60%，京津冀、甘肃、两广核心企业的熟料产能集中度均在50%以上，行业实际集中度远高于表观集中度。

其次，水泥易开易停的生产特性使得减产成本低而且易操作，叠加上各区域超高的集中度，让错峰限产和自律协同限产易于执行，大企业对于区域（行业）供给更易控制，这样行业供需关系容易好转且持久。

这也是水泥行业基本面区别于其他原材料类周期行业的主要原因。

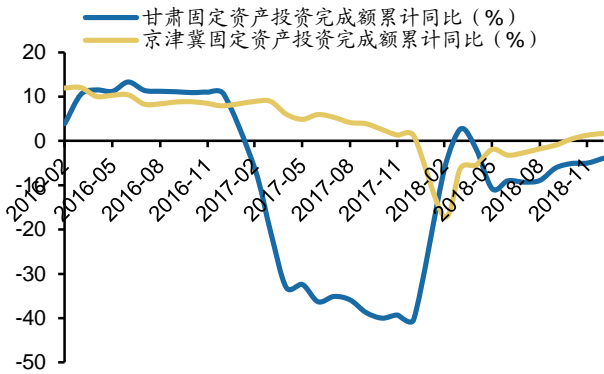
图34：2018年全国及核心区域熟料产能集中度情况



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

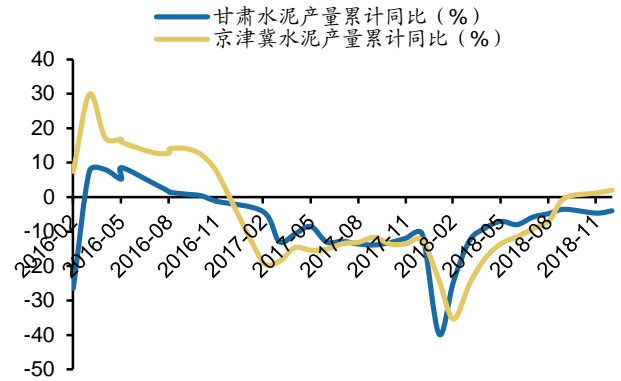
以2016-2018年的京津冀和甘肃水泥市场为例，2016-2018年两个区域市场需求都以负增长环境为主，但价格仍能维持稳步上涨，企业盈利能力同样保持上升。

图35: 2016-2018年甘肃及京津冀地区固投增速



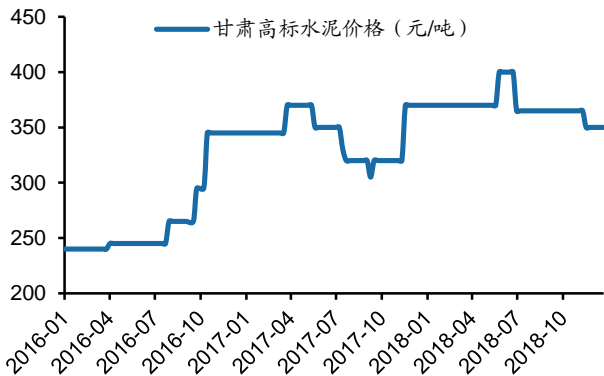
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图36: 2016-2018年甘肃及京津冀水泥产量增速



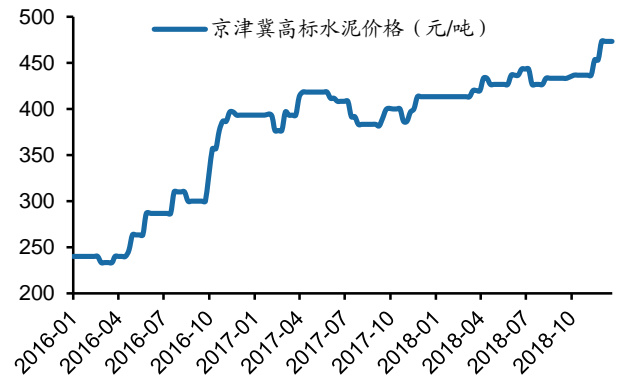
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图37: 2016-2018年甘肃地区高标水泥价格



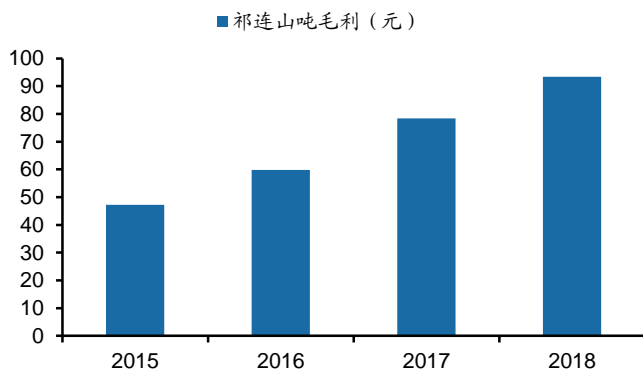
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图38: 2016-2018年京津冀地区高标水泥价格



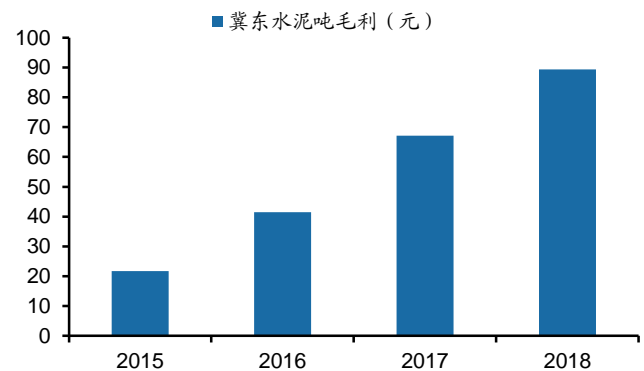
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图39: 2015-2018年祁连山吨毛利



数据来源: 祁连山年报, 广发证券发展研究中心

图40: 2015-2018年冀东水泥吨毛利



数据来源: 冀东水泥年报, 广发证券发展研究中心

总的来说, 展望下半年, 我们认为需求不会出现大幅下行的风险; 同时, 由于新增产能少和错峰生产使得景气周期延续性强, 全国水泥价格中枢仍将保持高位。在需求不出现大幅向下波动的情况下, 2020年的稳定性也可期。

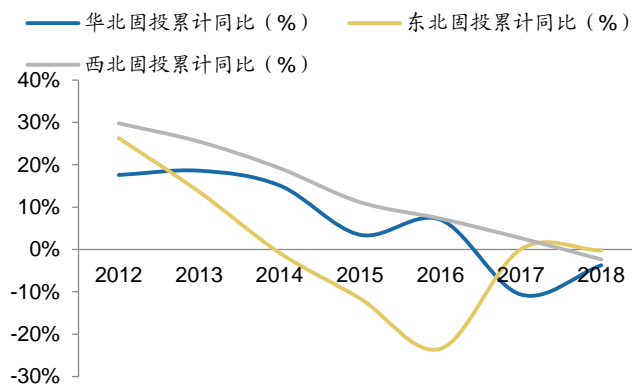
北方地区需求向上，企业盈利回升可期

为什么过去两年行业呈现“南强北弱”？

在过去两年供给基本稳定情况下，我们认为行业呈现“南强北弱”的主要原因在于北方地区需求弱于南方。对比北方与南方的固定资产投资增速与水泥产量增速，北方已处于零增长甚至负增长的情况；而南方地区固定资产投资呈现缓慢回落状态，水泥产量也始终保持正增长。

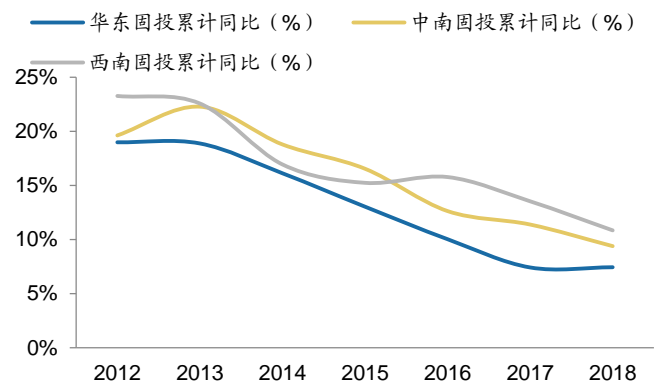
这也导致了北方十五省水泥价格在大部分时间都低于南方十六省。

图41：华北、东北、西北固投增速



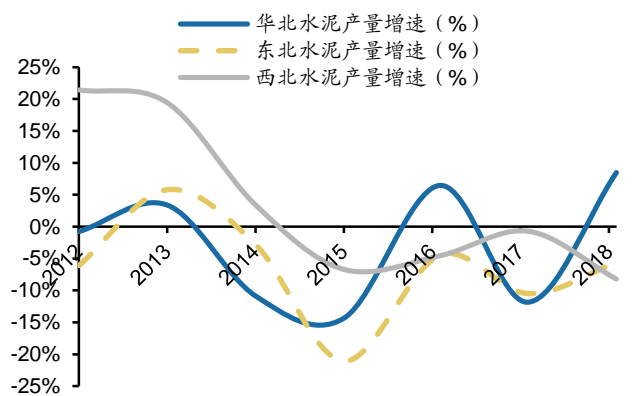
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图42：华东、中南、西南固投增速



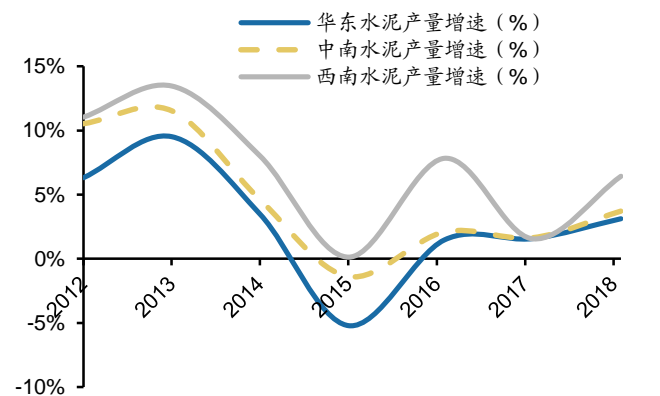
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图43：华北、东北、西北水泥产量增速



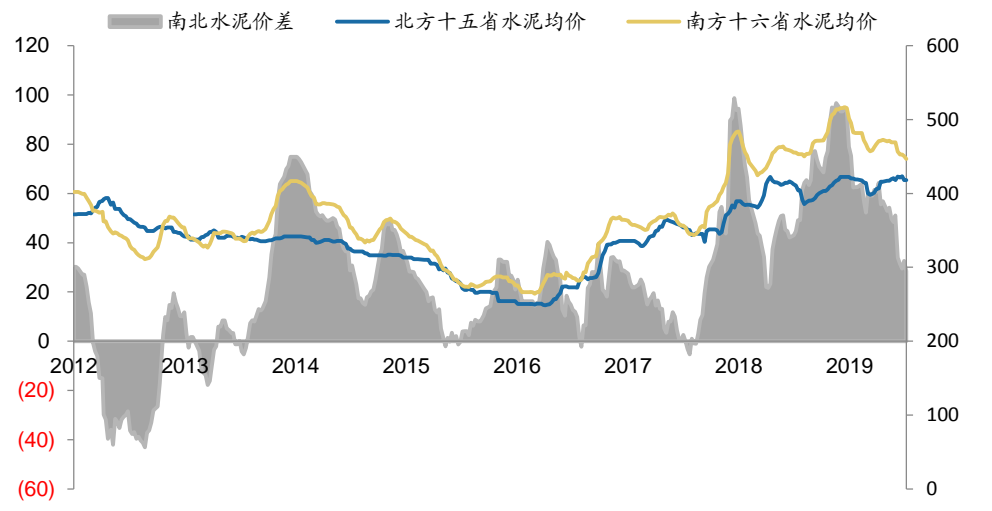
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图44：华东、中南、西南水泥产量增速



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图45: 2012年至今北方十五省、南方十六省水泥均价及价差



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

由于量和价北方都比南方弱, 反映到企业盈利上, 南北方的差异也很大。以2018年为例, 北方地区的龙头公司冀东水泥、祁连山的ROE只有10%出头, 而南方地区的海螺水泥、华新水泥的ROE都超过30%。

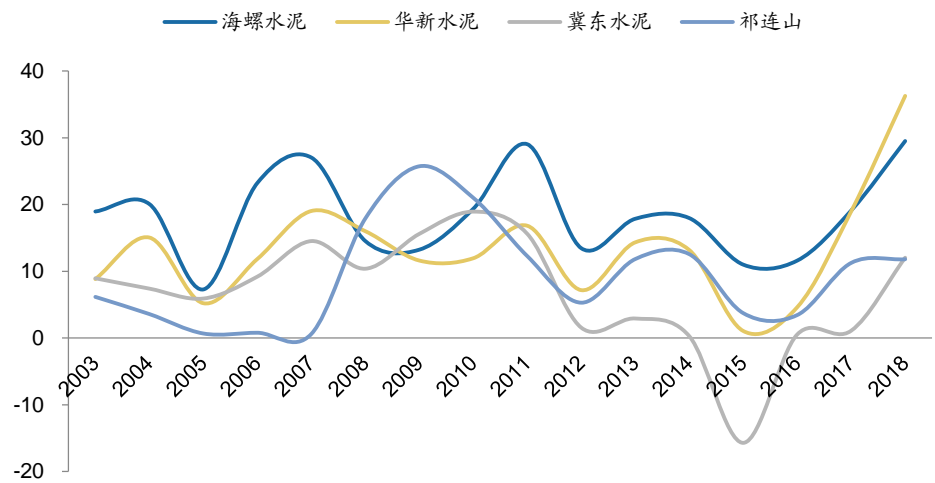
表2: 2018年南北方主要水泥上市公司水泥销量、归属净利润、ROE (平均) 相比2011年、2015年变动情况

南方水泥企业		2018 (相比 2011/相比 2015)	2015	2011
海螺水泥	销量 (万吨)	29800 (189%/116%)	25600	15800
	归属净利润 (亿元)	298.14 (257%/397%)	75.16	115.90
	ROE	29.5%	11.0%	29.0%
华新水泥	销量 (万吨)	7072 (167%/141%)	5022	4228
	归属净利润 (亿元)	51.81 (482%/5042%)	1.03	10.75
	ROE	36.3%	1.1%	16.8%
华润水泥	销量 (万吨)	8664 (171%/106%)	8135	5062
	归属净利润 (亿元)	79.75 (191%/786%)	10.15	41.79
	ROE	23.5%	3.7%	24.5%
亚洲水泥中国	销量 (万吨)	3095 (129%/102%)	3038	2401
	归属净利润 (亿元)	24.21 (181%/-809%)	-2.99	13.41
	ROE	22.0%	-3.1%	17.0%
北方水泥企业		2018 (相比 2011/相比 2015)	2015	2011
冀东水泥	销量 (万吨)	9664 (134%/138%)	7025	7193
	归属净利润 (亿元)	14.83 (97%/186%)	-17.15	15.25
	ROE	12.0%	-15.7%	15.6%
祁连山	销量 (万吨)	1926 (163%/93%)	2060	1180
	归属净利润 (亿元)	6.55 (197%/365%)	1.79	3.32

	ROE	11.8%	3.7%	12.3%
宁夏建材	销量 (万吨)	1510 (180%/101%)	1497	838
	归属净利润 (亿元)	4.28 (121%/2125%)	0.20	3.53
	ROE	9.1%	0.5%	11.1%
天山股份	销量 (万吨)	1946 (105%/106%)	1845	1847
	归属净利润 (亿元)	12.41 (110%/336%)	-5.25	11.30
	ROE	15.8%	-7.9%	27.8%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图46: 2003-2018年海螺、华新、冀东、祁连山ROE比较



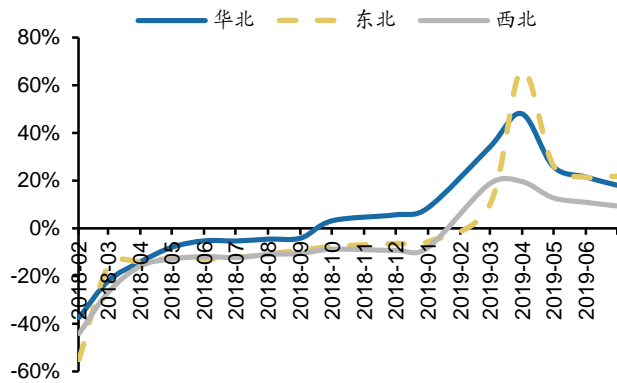
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

北方需求回暖正当时, 华东景气高位延续

首先看六大区域; 从产量数据来看, 1-6月份累计来看, 北方地区的水泥产量数据继续普遍大幅正增长, 产量高增长可能代表供给释放也可能是需求回升, 为此我们再结合库存、出货率等高频数据来看, 北方三区域中, 东北出货率进入旺季后持续提升略高于去年同期, 但库容比也出现大幅上涨略高于去年同期, 反映产量大幅增长来自供给放松较多; 西北出货率略低于去年同期, 但库容比下降也低于去年同期, 反映实际需求回升; 华北地区出货率略高于去年同期, 同时库容比走低略低于去年同期, 显示实际需求较好。

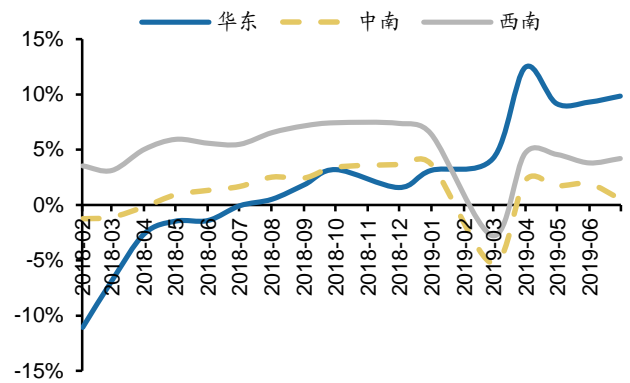
同时南方地区中, 华东的水泥产量增长最为突出, 进入旺季后出货率恢复情况较好, 出货率和去年基本持平, 库存略高于去年同期, 主要是去年4-5月安徽铜陵临时停产影响, 整体来看华东需求仍保持高景气, 旺季出货情况较好。中南地区需求表现相对较弱, 产量、库存、出货率都比去年同期差, 主要是受持续雨水天气影响。西南地区仍延续较高景气, 发货率好于去年同期, 库容比低于去年同期。

图47: 北方三大区域水泥产量累计同比增速



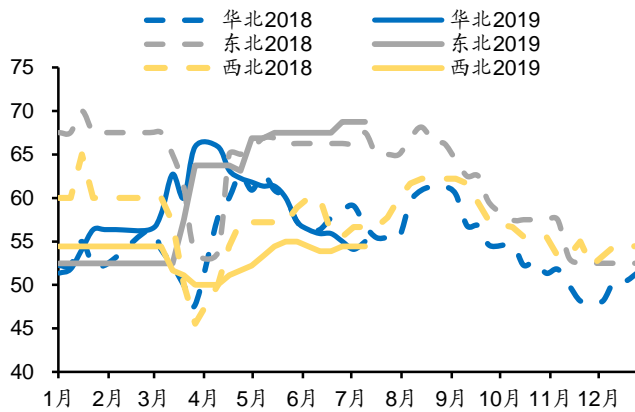
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图48: 南方三大区域水泥产量累计同比增速



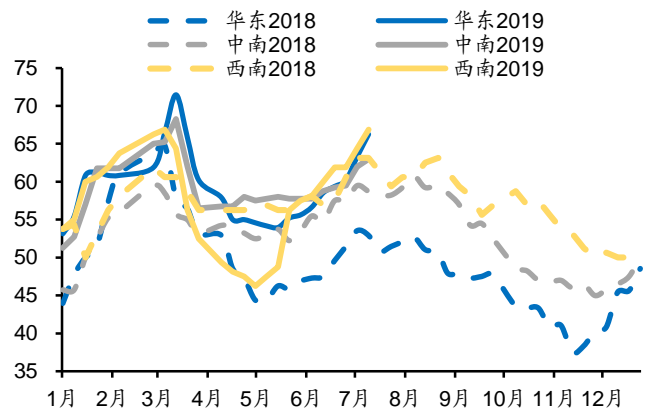
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图49: 北方三大区域库容比 (%)



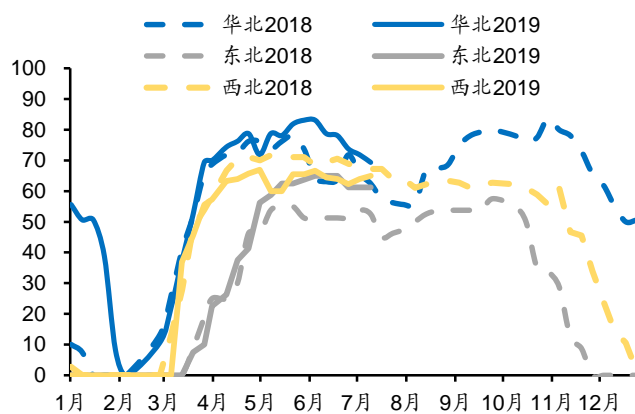
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图50: 南方三大区域库容比 (%)



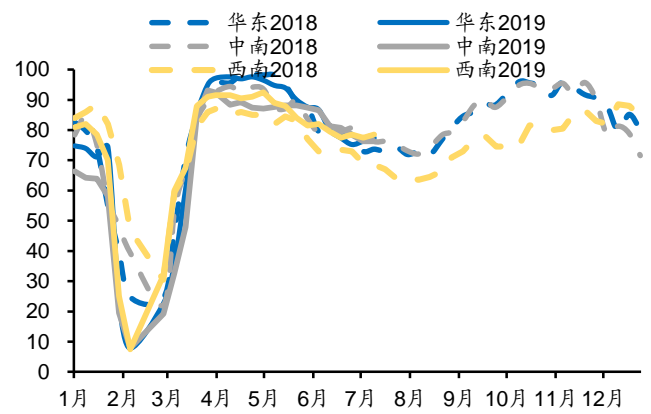
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图51: 北方三大区域水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图52: 南方三大区域水泥出货率 (%)



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

其次, 细分到省份来看:

华北: 1-6月份累计来看, 除北京 (-9.16%) 外, 其余四个省份 (天津、河北、山西、内蒙古) 均为两位数增长。

西北: 从1-6月累计增速来看, 除青海、宁夏(-4.31%、-0.67%)外, 其余三个省份(陕西、甘肃、新疆)均为正, 其中, 甘肃、新疆实现两位数增长(16.31%、11.91%)。

东北: 辽宁、吉林、黑龙江三省1-6月均累计大幅正增长, 增速分别为15.19%、44.26%、20.31%; 东北旺季启动晚, 基数低, 波动率大, 同时也可能南运的影响, 持续性需要观察。

华东: 1-6月山东、江苏、安徽水泥产量同比增长分别为22.02%、10.94%、10.22%, 表现较为突出; 其余四个省份(上海、浙江、福建、江西)均保持稳健个位数增长; 整体来看, 去年以来较高景气度在延续。

中南: 中南地区以湖南为分界线, 湖南及以南地区(湖南、广东、广西、海南)1-6月水泥产量都是负增长的, 主要和这些地区持续降雨天气有关。湖北、河南均保持稳健个位数增长。

西南: 表现最好的依然是西藏, 1-6月累计增速21.82%; 贵州需求最差, 1-6月是负增长, 川渝地区仍保持较好态势, 云南需求也继续保持平稳增长。

整体来看, 北方的京津冀、陕甘地区需求明显回暖, 长三角、川渝滇、鄂皖地区需求延续高景气, 两广地区需求受持续雨水天气压制。

伴随着北方需求的回暖, 我们认为北方水泥公司量和价都在回升向南方靠拢, ROE扩张空间大, 北方水泥公司的ROE上半年已经在改善, 体现为盈利超预期增长。

冀东水泥: 预计H1实现归母净利14.5~15亿元, H1水泥及熟料综合销量4576万吨, 同口径下同比增长14%;

祁连山: 预计H1实现归母净利5亿元左右, 同比增长128%, 扣非归母净利4.15亿元左右, 同比增长93%;

天山股份: 预计H1实现归母净利6.5亿元左右, 同比增长111%。

投资建议: 首选北方龙头祁连山、冀东水泥, 继续看好海螺水泥

整体来看, 水泥行业由于新增产能少和错峰生产使得本轮周期高景气延续性强, 展望下半年预计全国水泥价格中枢仍将保持高位; 在需求不出现大幅向下波动的情况下, 2020年的稳定性也可期。

分结构来看, 从目前高频数据和供需逻辑, 我们判断下半年南方地区水泥价格仍将保持高位小幅震荡, 北方核心地区预计会稳中有升; 同时下半年政策环境会更倾向于稳增长; 继续首选推荐景气上行的北方龙头祁连山和冀东水泥, 其次景气保持景气的南方龙头海螺水泥(600585.SH/00914.HK)。

风险提示

宏观经济继续下行风险，行业新投产能超预期风险，公司管理风险等。

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：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 赵 勇 臻：高级分析师，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。
- 李 振 兴：研究助理，中国科学院研究生院硕士，2019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（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。