

建筑材料行业

2019年中报总结之水泥篇：景气延续，资产负债表持续改善

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。

核心观点：

水泥行业上半年财报总结：景气延续，资产负债表持续改善；北方增速好于南方。2019上半年水泥行业上市公司营业收入同比增长47%，归母净利润同比增长30%，景气延续。剔除海螺水泥贸易业务后(后同)的行业毛利率41.5%，同比+0.8pct。期间费用率10.23%，同比-0.9pct，主要在于财务费用率的下滑。净利率25.5%，同比+2.3pct。**需求：未来1年全国需求大幅下跌的风险很小。**随着房地产销售景气度下行，未来新开工面积增速也将周期性下行，使得全国水泥需求趋势下行。但地产销售的结构分化和低库存使得地产新开工韧性，且基建投资已经在底部区域，整体看，在中国城镇化没有结束之前，水泥需求应该还是保持在平台期震荡为主。分区域看，北方需求有所回升，南方需求仍然是火车头。**供给：未来1年供给保持稳定，中期需动态跟踪产能置换进度和错峰生产政策。**2019年行业预计新增熟料产能2000-2500万吨；2020年新增3000万吨，2021年根据目前拟建情况预计新增熟料产能4500万吨。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。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；错峰生产带来的效果很明显，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，使得行业盈利稳定性加强。由于目前错峰生产政策执行到2020年，需重点关注2020年下半年政策是否会延续。**价格展望：往后1年预计全国均价仍将高位震荡。**往后展望，需求存边际下行压力，大幅下行的可能性不大，2020年整体供给仍然可控(行业整体新增产能少、错峰生产延续)，所以我们认为往后展望1年行业整体供需关系仍将保持稳定，全国均价预计仍将高位震荡，再往后需要重点跟踪供给端的变化。分区域来看，过去3年南方区域需求好于北方，使得南方地区量价盈利表现都整体好于北方；需求呈现出结构分化向核心经济区域汇聚的趋势，预计未来长三角、珠三角、京津冀、成渝、关中、豫鄂等地需求仍将保持稳定，非核心区域需求存下滑可能；从供给来看，云贵、两广、赣闽等地新增产能较多，存在一定压力。综合供需来看，我们对京津冀、陕甘、长三角、成渝区域持较乐观预期。

投资建议：往后1年，行业整体供需关系仍将保持稳定，水泥行业景气度有望保持；短期看，经济下行压力持续增加背景下，稳增长的动力在增强，有利于基建需求回升；看好区域景气度向上、ROE向上的北方核心区域龙头祁连山和冀东水泥；其次是高景气延续、估值低的海螺水泥(600585.SH/00914.HK)、华新水泥。

风险提示：宏观经济大幅下行、行业新投产产能超预期等。

相关研究：

建筑材料行业:2019年7月数据点评：需求景气延续，行业有结构性机会	2019-08-18
建筑材料行业:旧改专题报告：旧改风已起，防水/建筑涂料/塑料管材受益明显	2019-08-13
建筑材料行业:行业景气度稳定，公司有亮点	2019-08-04

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：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	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	42.52	2019/8/22	买入	45.20	5.82	5.29	7	8	4	4	23%	19%
海螺水泥	00914.HK	HKD	44.15	2019/8/23	买入	50.61	5.82	5.29	8	8	4	4	23%	19%
华新水泥	600801.SH	RMB	20.41	2019/8/25	买入	23.98	3.02	2.71	7	8	4	4	18%	17%
冀东水泥	000401.SZ	RMB	16.92	2019/8/23	买入	24.37	2.66	3.18	6	5	2	1	20%	19%
祁连山	600720.SH	RMB	9.63	2019/8/15	买入	12.72	1.52	1.67	6	6	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, 海螺水泥(00914.HK)收盘价及合理价值为港元, EPS为人民币元

目录索引

水泥行业上半年财报总结：景气延续，资产负债表持续改善；北方增速好于南方	6
需求：未来 1 年全国需求大幅下跌的风险很小	9
未来 1 年需求大幅下跌的可能性不大	9
北方需求有所回升，南方（尤其是华东）需求仍然是火车头	13
供给：未来 1 年供给保持稳定，中期需动态跟踪产能置换进度和错峰生产政策	16
2019-2020 年总体新增产能有限，需动态跟踪后续产能置换进度	16
错峰生产使得行业盈利稳定性加强，重点关注 2020 年下半年	19
价格展望：往后 1 年预计全国均价仍将高位震荡	19
投资建议：继续看好结构性机会	20
风险提示	20

图表索引

图 1: 水泥行业 2019H1 累计营收同比+47%.....	6
图 2: 水泥行业 2019H1 归属净利同比+30%.....	6
图 3: 水泥行业 2019Q2 营收同比+42%.....	6
图 4: 水泥行业 2019Q2 归属净利同比+20%.....	6
图 5: 水泥行业 2019H1 毛利率.....	7
图 6: 水泥行业 2019H1 净利率.....	7
图 7: 水泥行业 2019H1 期间费用率.....	7
图 8: 水泥行业 2019H1 三项费用率.....	7
图 9: 水泥行业 2019H1 有息负债及有息负债率.....	8
图 10: 水泥行业年度&半年度 ROE 情况.....	8
图 11: 水泥行业经营性现金流净额及资本性支出情况.....	8
图 12: 水泥公司 2019H1 营收增速.....	9
图 13: 水泥公司 2019H1 净利润增速.....	9
图 14: 水泥公司 2019Q2 营收增速.....	9
图 15: 水泥公司 2019Q2 净利润增速.....	9
图 16: 2019 年 1-7 月累计销售面积同比-1.3%.....	10
图 17: 一二三线城市地产销售面积增速出现分化.....	10
图 18: 全国首套及二套房贷平均利率缓慢回落.....	10
图 19: 2019 年 1-7 月累计新开工面积同比+9.5%.....	11
图 20: 住宅模拟库存和去化情况.....	11
图 21: 2019 年 1-7 月累计施工面积同比+9.0%.....	11
图 22: 2019 年 1-7 月房地产开发投资和建安投资.....	11
图 23: 2019 年 1-7 月基建固投(不含电力等公用事业部门)同比增长 3.8%....	12
图 24: 2019 年 1-7 月基建相关财政支出同比增速(%).....	12
图 25: 中国城镇化率.....	13
图 26: 华北、东北、西北固投增速.....	13
图 27: 华东、中南、西南固投增速.....	13
图 28: 华北、东北、西北水泥产量增速.....	14
图 29: 华东、中南、西南水泥产量增速.....	14
图 30: 2012 年至今北方十五省、南方十六省水泥均价及价差.....	14
图 31: 2003-2018 年海螺、华新、冀东、祁连山 ROE 比较.....	15
图 32: 北方三大区域水泥产量累计同比增速.....	15
图 33: 南方三大区域水泥产量累计同比增速.....	15
图 34: 北方三大区域库容比(%).....	16
图 35: 南方三大区域库容比(%).....	16
图 36: 北方三大区域水泥出货率(%).....	16
图 37: 南方三大区域水泥出货率(%).....	16
图 38: 预计 2019-2021 年全国新增熟料产能情况.....	17
图 39: 全国在建产能地区分布(截止 2019.6.15).....	17

图 40: 全国拟建产能地区分布 (截止 2019.6.15)	17
图 41: 全国跨省置换产能分布 (截止 2019.6.15)	18
图 42: 2500t/d 及以下规模生产线归属 (亿吨)	18
图 43: 2000t/d 及以下规模生产线归属 (万吨)	18
图 44: 2012-2019 年行业停产情况 (单位: 天)	19
表 1: 水泥港股可比公司估值表	20

水泥行业上半年财报总结：景气延续，资产负债表持续改善；北方增速好于南方

从我们跟踪的12家水泥上市公司¹（以下简称“水泥行业”）来看，2019上半年实现营业收入1246亿元，同比增长47%（2018全年增速为54%，2018年上半年增速为32%），实现归母净利润243亿元，同比增长30%（2018全年增速为109%，2018年上半年增速为128%），实现扣非归母净利润235亿元，同比增长28%（2018全年增速为132%，2018年上半年增速为178%）。

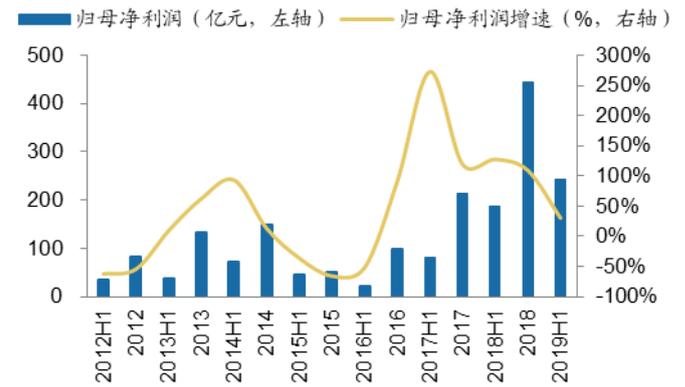
分季度来看，2019年2季度水泥行业营收同比增速为42%，在去年高基数基础上继续保持较高增长（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4、2019Q1收入同比增速分别为28%、35%、70%、71%、55%）；2019年2季度归属净利润同比增速为20%（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4、2019Q1归属净利润同比增速分别为242%、100%、139%、68%、55%），扣非净利同比增速为20%（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4、2019Q1扣非净利润同比增速分别为485%、129%、132%、90%、50%）。

图1：水泥行业2019H1累计营收同比+47%



数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图2：水泥行业2019H1归属净利同比+30%



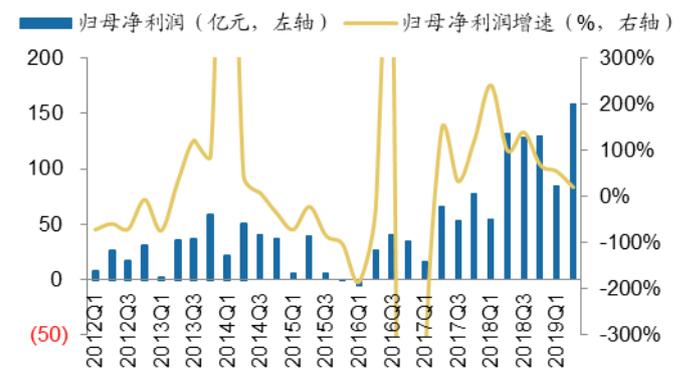
数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图3：水泥行业2019Q2营收同比+42%



数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图4：水泥行业2019Q2归属净利同比+20%



数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

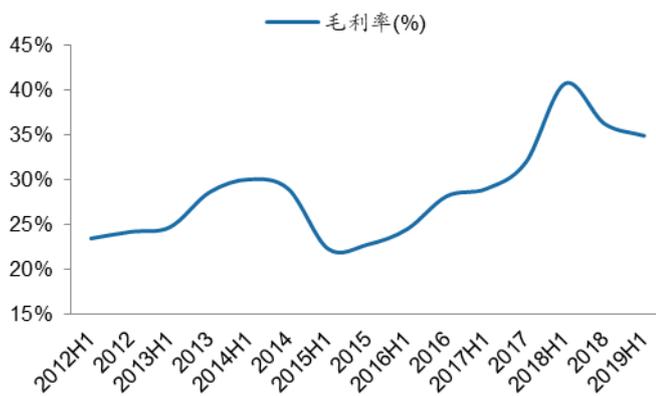
¹分别为：海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团、祁连山、宁夏建材、天山股份、青松建化、冀东水泥、上峰水泥、四川双马、福建水泥

从盈利情况来看，2019上半年全行业毛利率为35%，较去年同期下滑5.8个百分点。主要在于2018下半年开始海螺水泥增大贸易业务影响所致，剔除这一影响后，上半年全行业毛利率41.5%，较去年同期提升0.8个百分点。

从费用端来看，2019上半年全行业期间费用率8.6%，较去年同期下降2.5个百分点，三项费用均有所改善。管理费用率、销售费用率、财务费用率分别为4.9%、3.4%、0.4%，较去年同期分别下降0.8、0.6、1.1个百分点，财务费用的改善最为明显。剔除海螺贸易业务的期间费用率10.23%，较去年同期下滑0.9个百分点，其中管理、销售费用率较去年同期增长0.08、0.04个百分点，主要在于员工薪酬的增长，财务费用率同比下滑1个百分点。

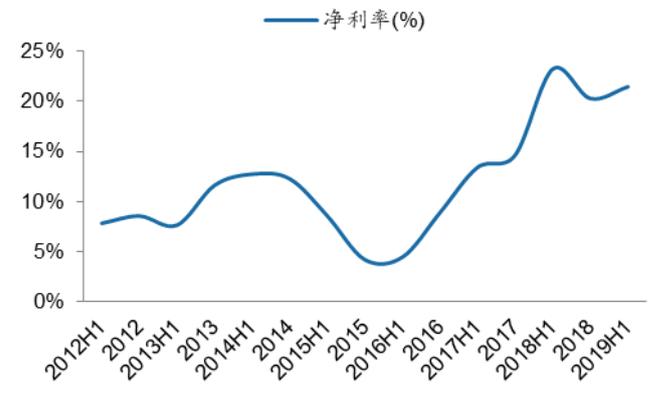
2019年上半年全行业净利率为21%，同比下滑1.8个百分点，仍在高位维持。剔除海螺贸易业务的净利率25.5%，同比提升2.3个百分点。

图5：水泥行业2019H1毛利率



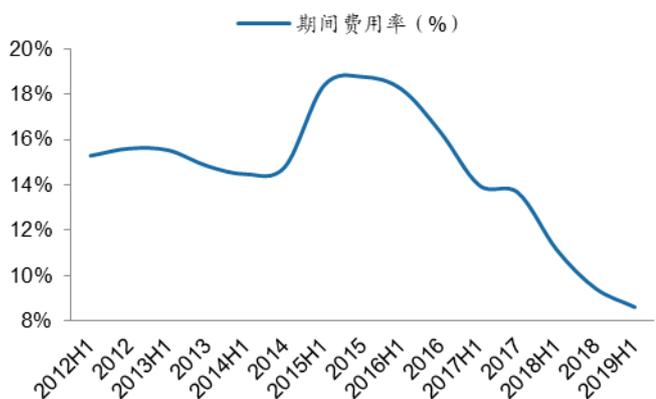
数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图6：水泥行业2019H1净利率



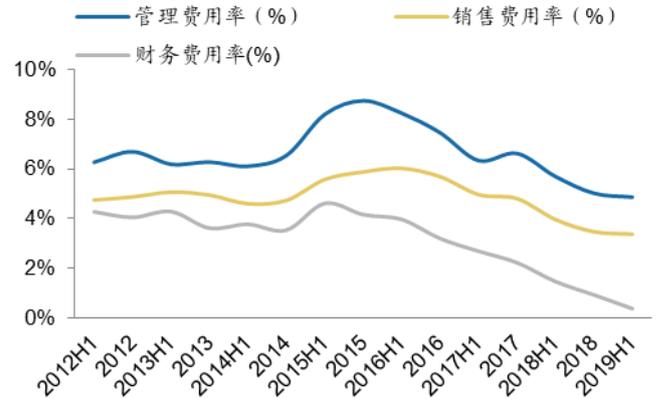
数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图7：水泥行业2019H1期间费用率



数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图8：水泥行业2019H1三项费用率



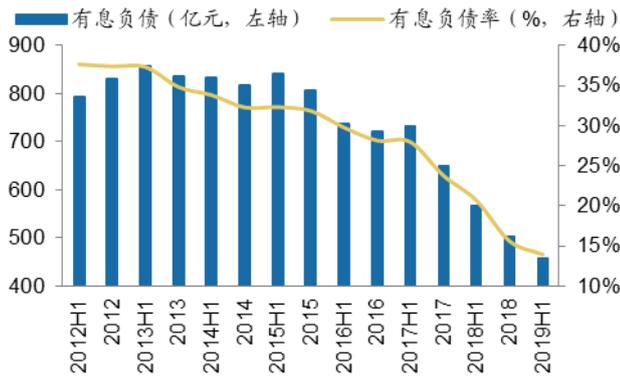
数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

财务费用显著下降的原因来自水泥行业资产负债表的持续改善。从2019年中报看出，水泥行业资产负债结构继续大幅优化，有息负债规模自2015年起持续下降，2019上半年有息负债规模为457亿元，较2018年底降低47亿元，有息负债率为14%，

较2018上半年下滑6.7个百分点。资产负债率大幅下降原因来自于行业经营净现金流持续高于资本支出，2019年上半年行业经营净现金流为281亿元，资本性支出仅67亿元。（2016-2018年行业资本性支出分别为83、66、96亿元，2018年增加的原因在于企业现金流改善后沿产业链上下游延伸，布局骨料、混凝土等行业。）

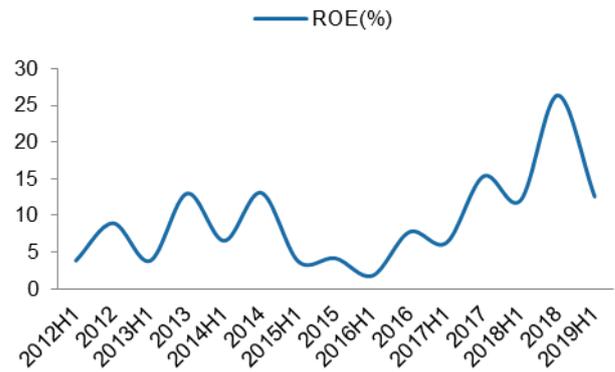
2019上半年水泥行业ROE为12.6%，较去年同期提升0.5个百分点，在负债率大幅下滑的情况ROE仍能保持高位。

图9：水泥行业2019H1有息负债及有息负债率



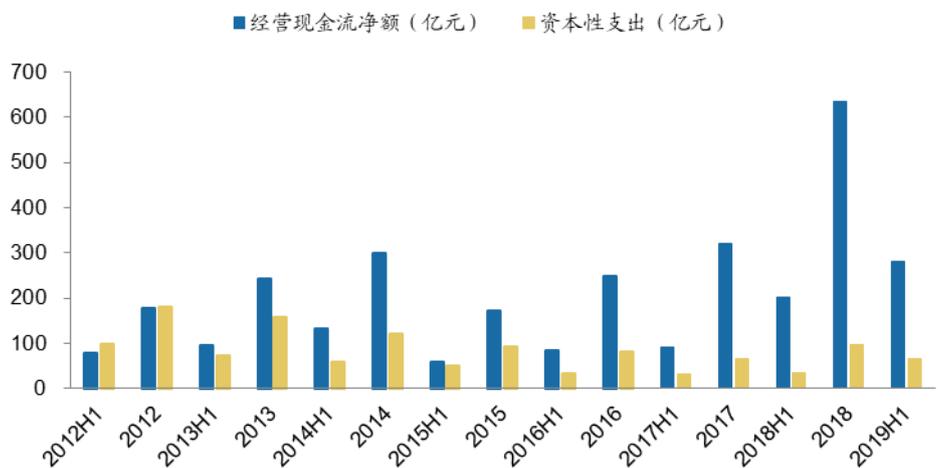
数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

图10：水泥行业年度&半年度ROE情况



数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

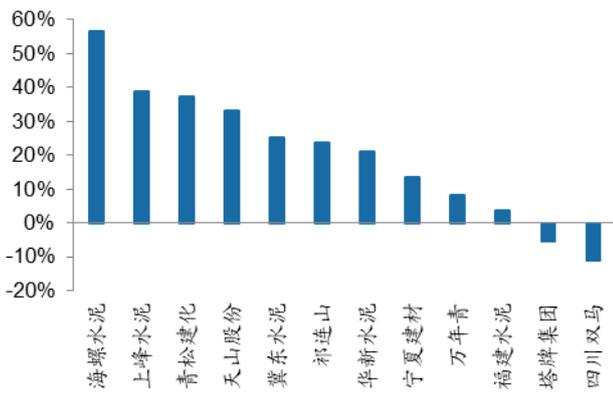
图11：水泥行业经营性现金流净额及资本性支出情况



数据来源：各公司年报、半年报、广发证券发展研究中心

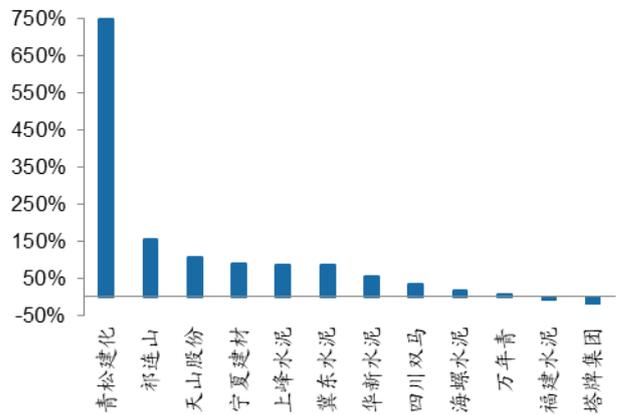
从公司的角度来看，2019年上半年北方水泥企业表现出较强的业绩弹性。一方面，在于北方地区核心区域（京津冀、陕甘、新疆）过去几年需求相对较差，基数较低，今年以来需求回暖；另一方面，南方的广东、广西、江西等地受持续雨水影响，无论是水泥价格还是销量均受到一定影响。

图12: 水泥公司2019H1营收增速



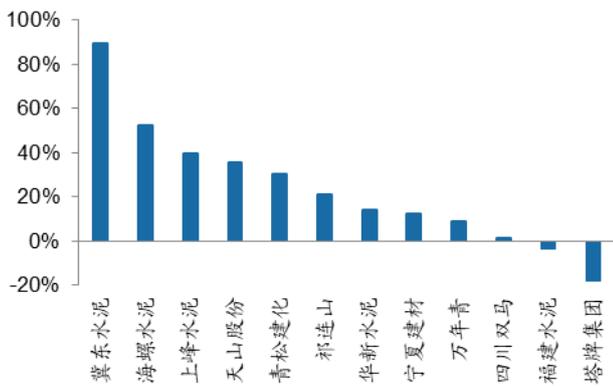
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: 水泥公司2019H1净利润增速



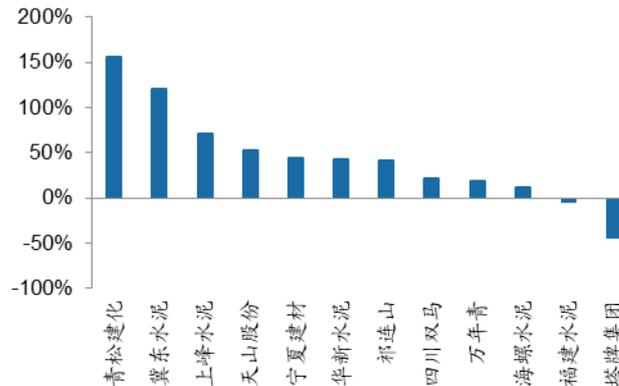
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 水泥公司2019Q2营收增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 水泥公司2019Q2净利润增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

需求: 未来1年全国需求大幅下跌的风险很小

未来1年需求大幅下跌的可能性不大

两个因素决定需求不大可能会出现大幅下跌:

- **地产销售的任性(结构分化)和低库存使得地产新开工韧性**

据国家统计局数据, 2019年1-7月份, 商品房销售面积同比增速-1.3%, 增速环比2019年1-6月份上升0.5个百分点, 增速比上一年同期回落5.5个百分点, 销售表现出较强的韧性; 全国新开工面积同比增速9.5%, 增速环比2019年1-6月份回落0.6个百分点, 增速比上一年同期回落4.9个百分点, 在去年高基数情况下仍有较高增长; 全国房地产开发投资同比增速10.6%, 增速环比2019年1-6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5.7%, 增速环比1-6月份提升0.3个百分点, 较上一年同期高9.8个百分点; 全国施工面积同比增速9.0%, 环比2019年1-6月份上升0.2个百分点, 增速比上一年同期高6.0个百分点; 建安投

资和施工面积增速数据显示出地产施工情况较好。

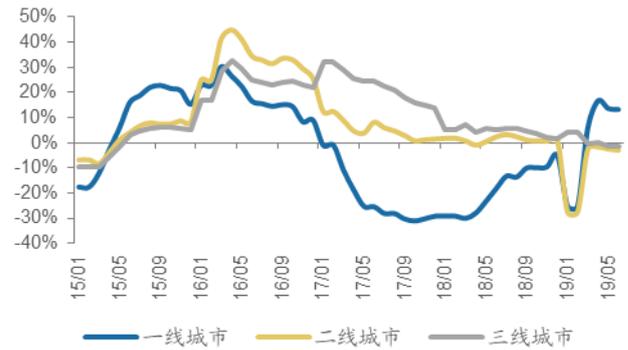
7月份的地产数据整体符合我们在此前判断，一是因城施策的政策基调、一二三四线城市地产销售的周期错位，以及贷款利率回落，使得房地产销售回落速度较缓；二是本轮房地产周期“补库存”时间晚，低库存使得房地产新开工更有韧性；三是地产施工今年保持回升态势。

图16: 2019年1-7月累计销售面积同比-1.3%



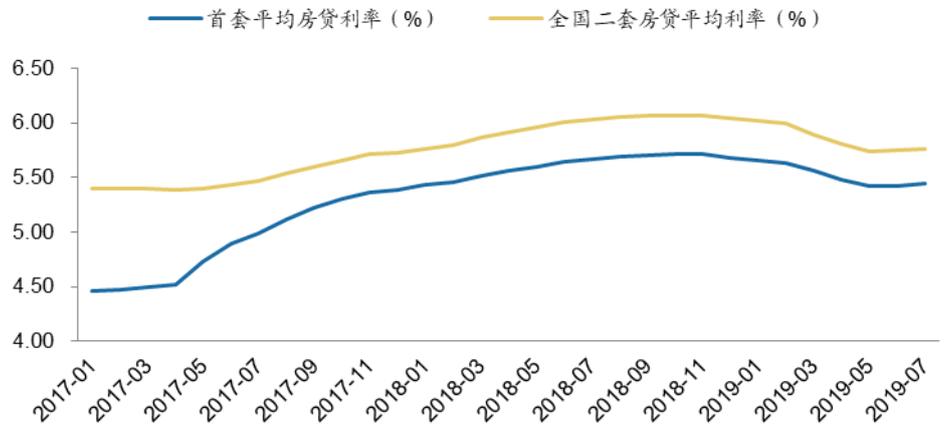
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图17: 一二三线城市地产销售面积增速出现分化



数据来源: 克而瑞、广发证券发展研究中心

图18: 全国首套及二套房贷平均利率缓慢回落



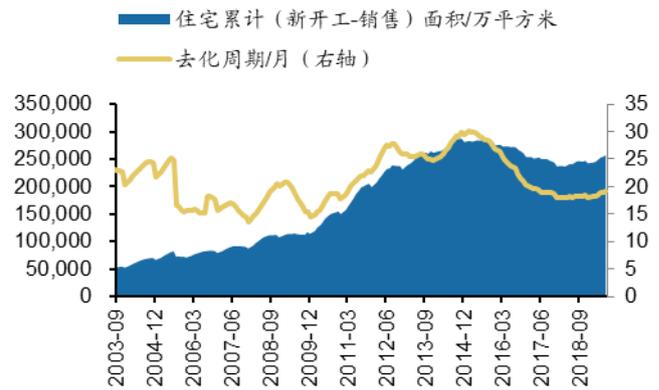
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 2019年1-7月累计新开工面积同比+9.5%



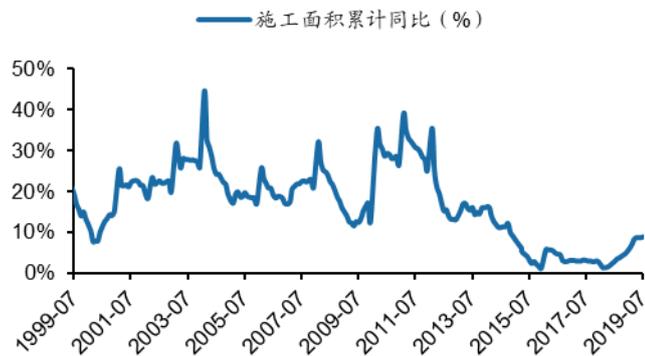
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图20: 住宅模拟库存和去化情况



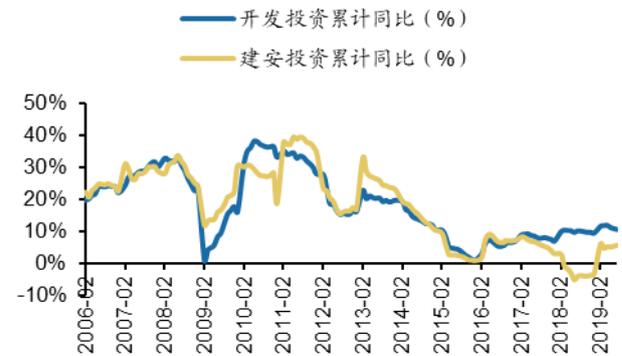
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图21: 2019年1-7月累计施工面积同比+9.0%



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图22: 2019年1-7月房地产开发投资和建安投资



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

● 基建投资处在底部区域

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) 1-7月同比增长3.8%, 增速环比2019年1-6月份回落0.3个百分点, 增速比上一年同期低1.9个百分点。基建数据持续小幅反弹后, 7月数据基本保持平稳。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。1-7月与基建项目相关的财政支出类别合计增速为13%, 较1-6月回落2.2个百分点。其中交通运输支出同比增长21.1%, 城乡社区支出增长11.2%, 农林水支出增长10.3%。往后展望1年, 经济下行压力持续增加背景下, 稳增长的动力在增强, 有利于基建需求的回升。

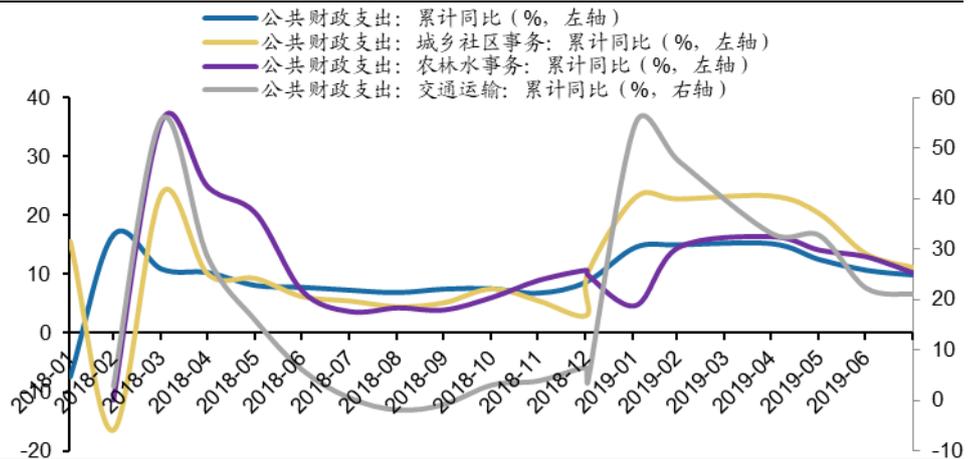
图23: 2019年1-7月基建固投(不含电力等公用事业部门)同比增长3.8%



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。

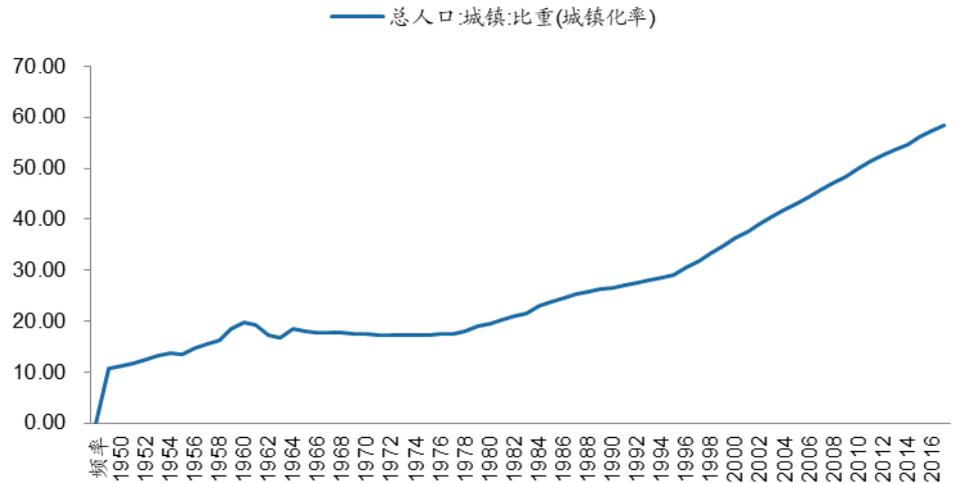
图24: 2019年1-7月基建相关财政支出同比增速(%)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

总的来看, 在中国城镇化没有结束之前, 水泥需求应该还是保持在平台期震荡为主。

图25: 中国城镇化率

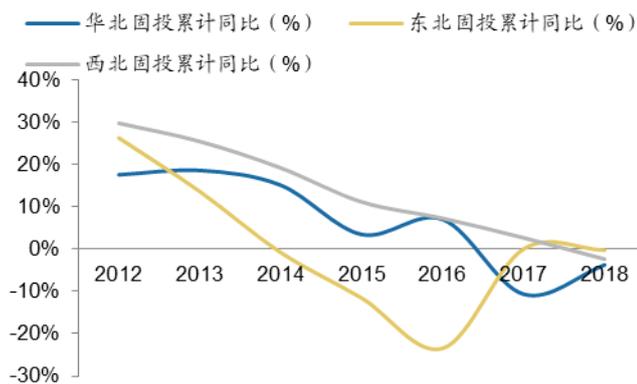


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

北方需求有所回升, 南方 (尤其是华东) 需求仍然是火车头

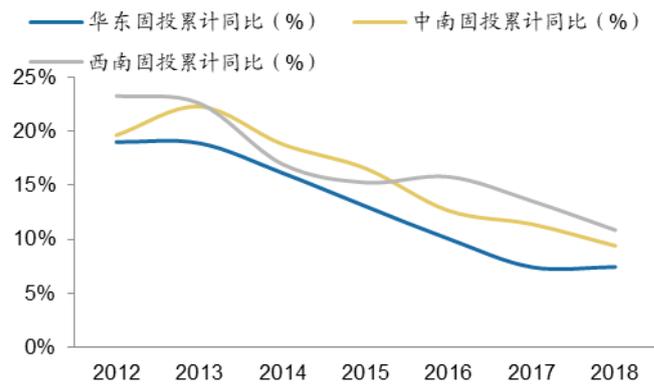
过去3年, 水泥行业需求明显呈现出“南强北弱”的区域特征: 对比北方与南方的固定资产投资增速与水泥产量增速, 北方已处于零增长甚至负增长的情况; 而南方地区固定资产投资增速明显高于北方, 水泥产量也始终保持正增长; 这也导致了北方十五省水泥价格在大部分时间都低于南方十六省。

图26: 华北、东北、西北固投增速



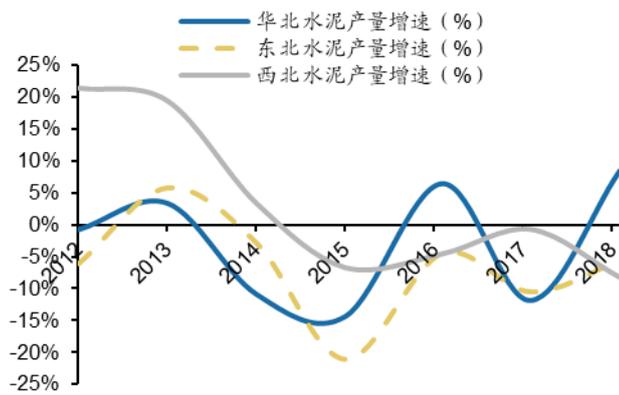
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图27: 华东、中南、西南固投增速



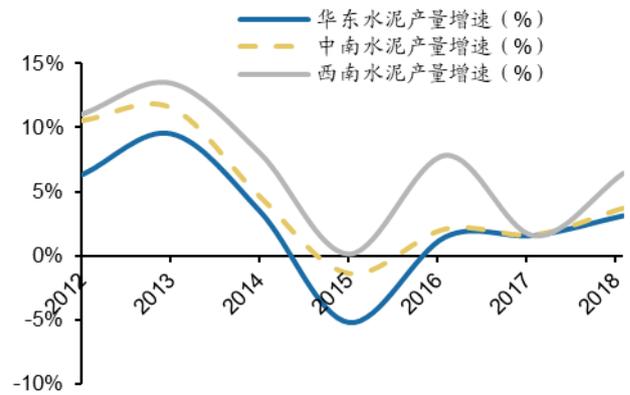
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图28: 华北、东北、西北水泥产量增速



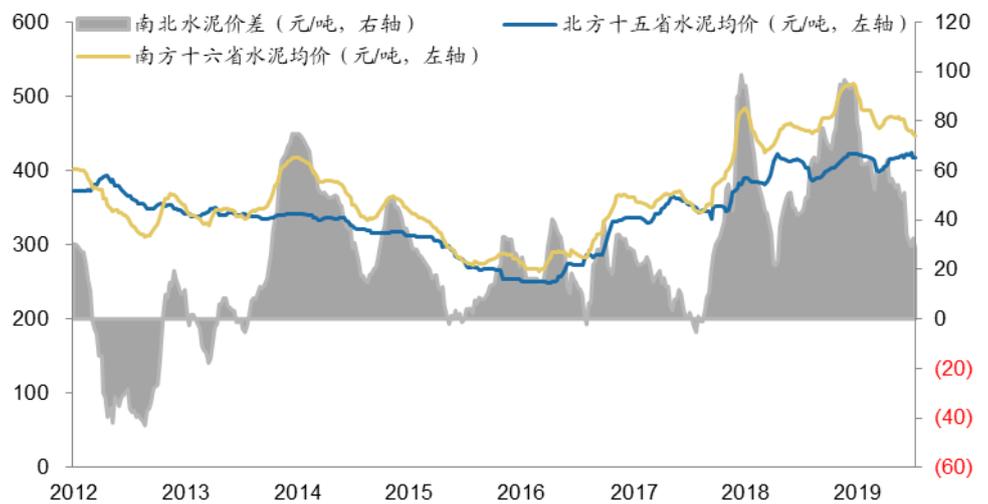
数据来源: 统计局, 广发证券发展研究中心

图29: 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

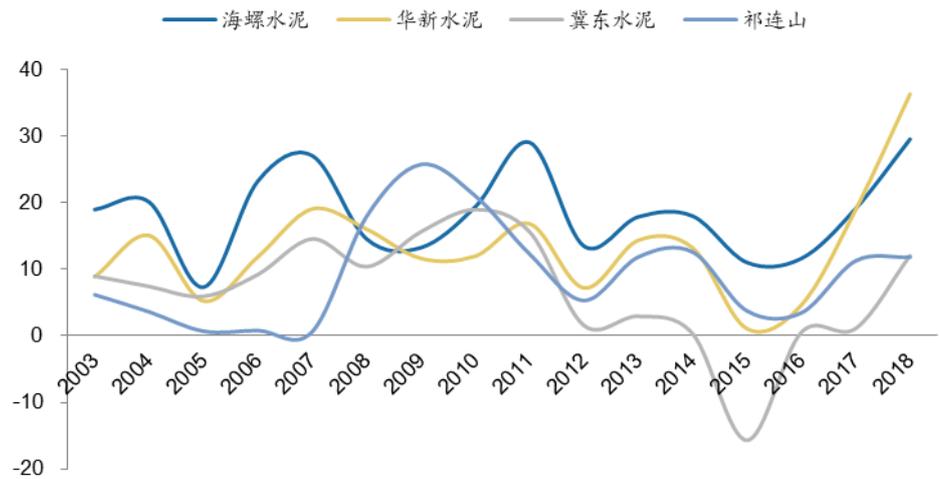
图30: 2012年至今北方十五省、南方十六省水泥均价及价差



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%。

图31: 2003-2018年海螺、华新、冀东、祁连山ROE比较

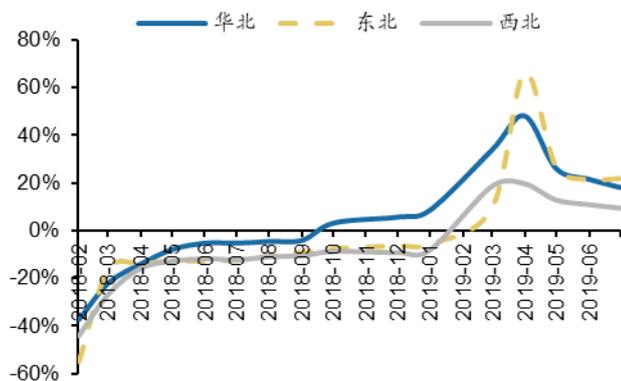


数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

上半年北方水泥公司盈利增速明显回升高于南方地区, 主要来自北方需求的回升: 从产量数据来看, 1-7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, 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, 从微观情况来看, 东北量好并不是因为当地需求回升, 而是熟料南流; 西北出货率略低于去年同期, 但库容比也低于去年同期, 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。

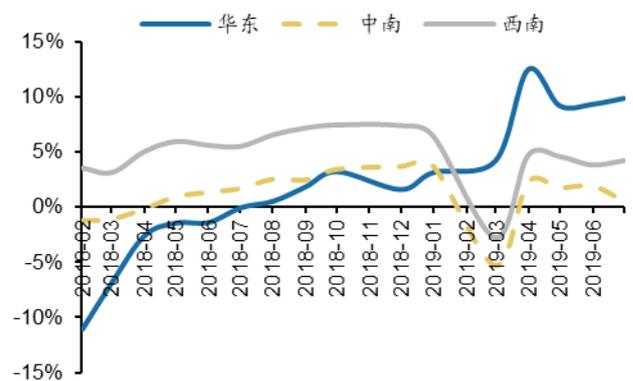
同时南方地区中, 华东的水泥产量增长最为突出, 进入旺季后出货率恢复情况较好, 出货率和去年基本持平, 库容比略高于去年同期, 主要是去年4-5月安徽临时停产力度较大带来去年库容比低, 整体来看华东仍保持高景气。西南地区仍延续较高景气, 发货率好于去年同期, 库容比低于去年同期。中南地区需求表现相对较弱, 产量、库存、出货率都比去年同期差, 其中受持续雨水天气影响较大。

图32: 北方三大区域水泥产量累计同比增速



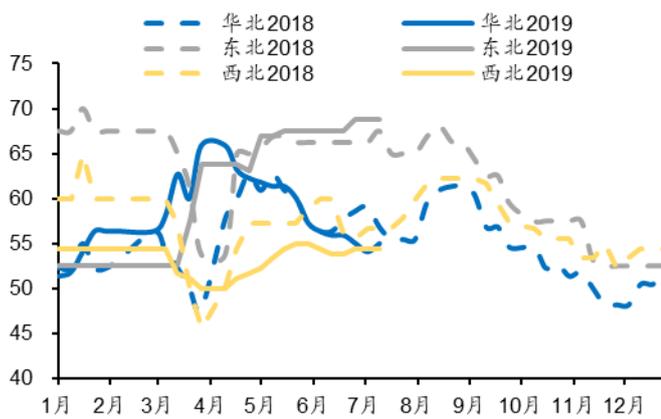
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图33: 南方三大区域水泥产量累计同比增速



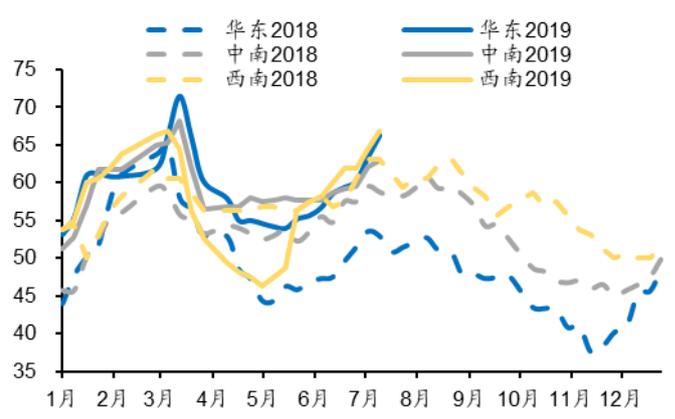
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图34: 北方三大区域库容比 (%)



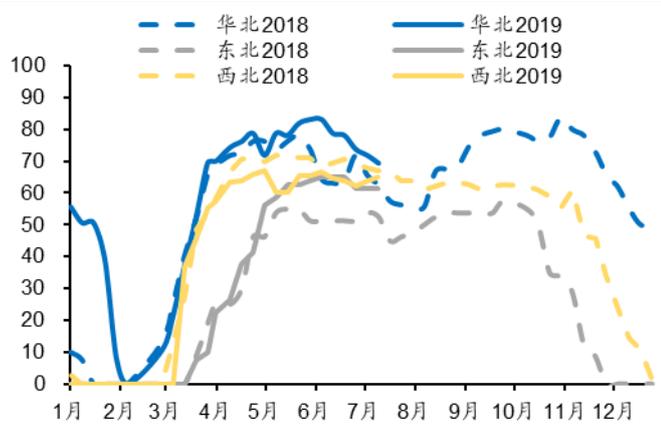
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图35: 南方三大区域库容比 (%)



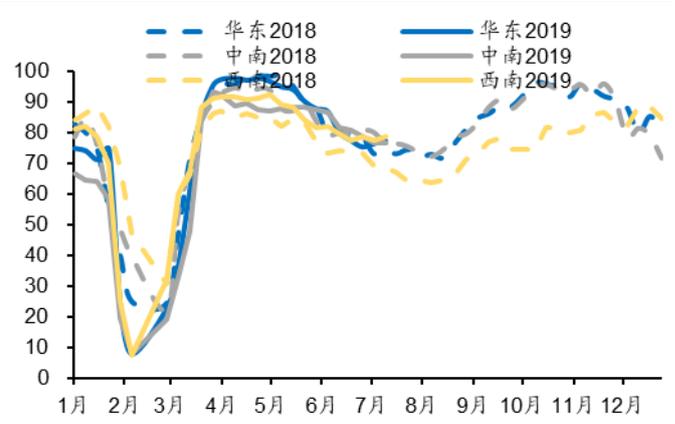
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图36: 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37: 南方三大区域水泥出货率 (%)



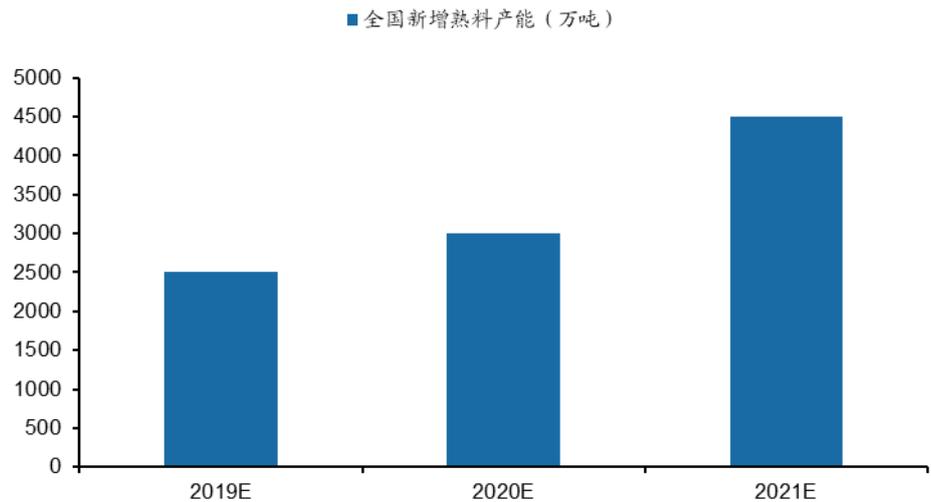
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

供给: 未来 1 年供给保持稳定, 中期需动态跟踪产能置换进度和错峰生产政策

2019-2020 年总体新增产能有限, 需动态跟踪后续产能置换进度

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年预计新增熟料产能3000万吨, 2021年根据目前拟建情况预计新增熟料产能4500万吨, 当然我们也将动态跟踪产能置换进度, 更新2021年新增产能预期。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。

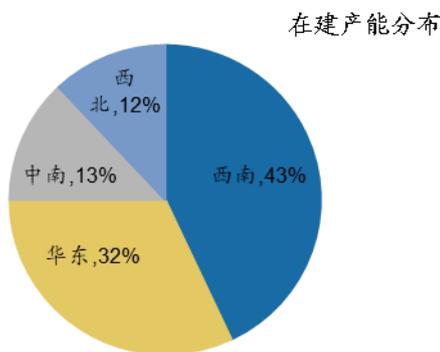
图38: 预计2019-2021年全国新增熟料产能情况



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

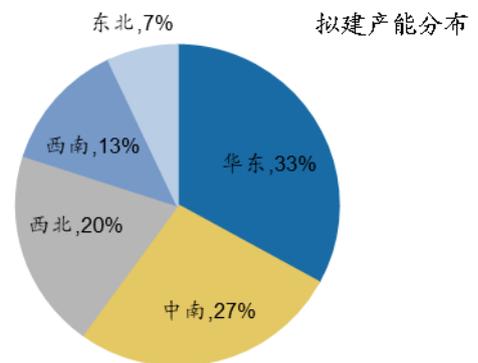
从拟在建产能区域分布看, 主要集中在西南、华东和中南, 这几年需求较好的区域。在建产能中, 西南和华东分别为2200万吨和1600万吨, 占总量43%和32%; 拟建产能中, 华东、中南分别为700万吨和560万吨, 占比33%和27%。

图39: 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40: 全国拟建产能地区分布 (截止2019.6.15)

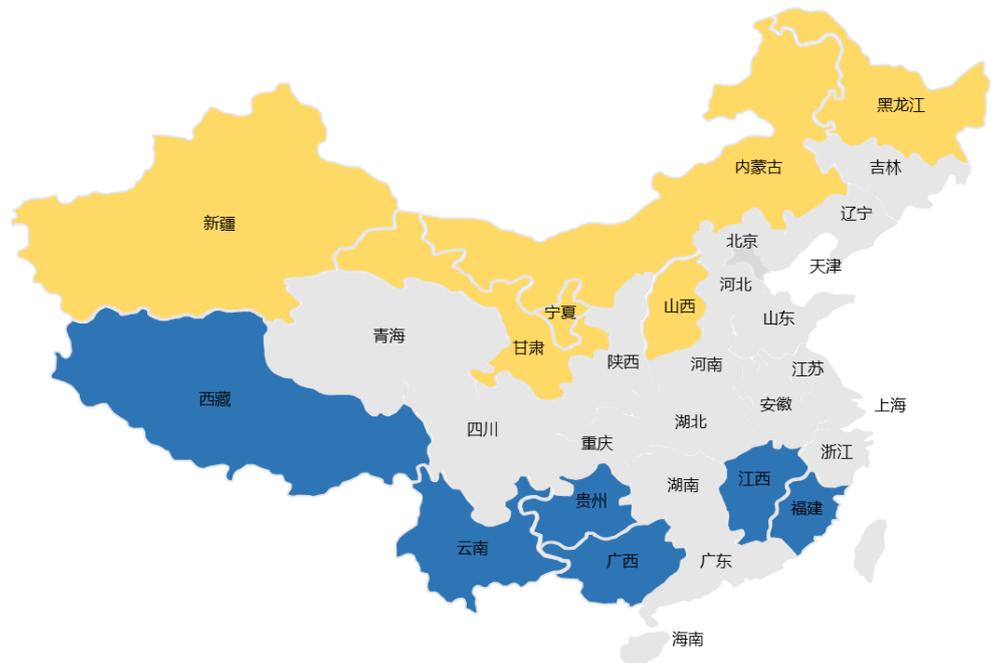


数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

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。

置换产能所使用的指标中, 在产产能只有3500万吨 (未考虑其产能利用率), 60%左右为无效指标, 是被拆除或关停多年的落后产能, 以及近两三年都不生产的产能。

图41: 全国跨省置换产能分布 (截止2019.6.15)

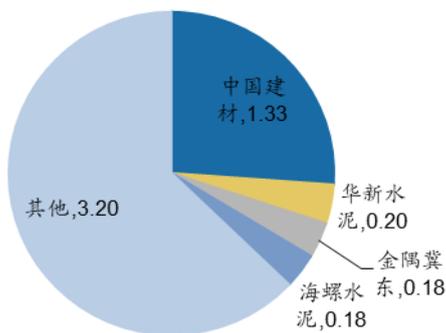


数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

注: 黄色为置出省, 蓝色为置入省

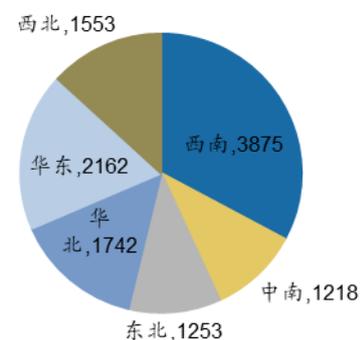
不考虑表外指标情况下, 现有2500t/d及以下规模生产线5.1亿吨, 企业归属中, 中建材占比达到26%, 大企业集团严禁转卖指标后, 市场上流动的指标明显减少。2000t/d及以下的生产线有1.1亿吨将是被置换主要对象, 分布在西南和华东为主, 但东北、华北和西北的指标更易被置换到南方地区。长三角因矿山资源管控严格, 未来置换量有限。

图42: 2500t/d及以下规模生产线归属 (亿吨)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图43: 2000t/d及以下规模生产线归属 (万吨)



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

2019-2020年行业整体新增产能有限, 仍需动态跟踪产能置换进度评估2021年的新增产能。分区域来看, 2019-2020年新增产能对局部区域会带来影响, 贵州地区已经受到新增产能负面冲击, 价格大幅下行; 云南、江西的新增产能也将对区域产能较大影响; 同时需跟踪关注江西市场的波动对长三角的影响, 以及两广市场产

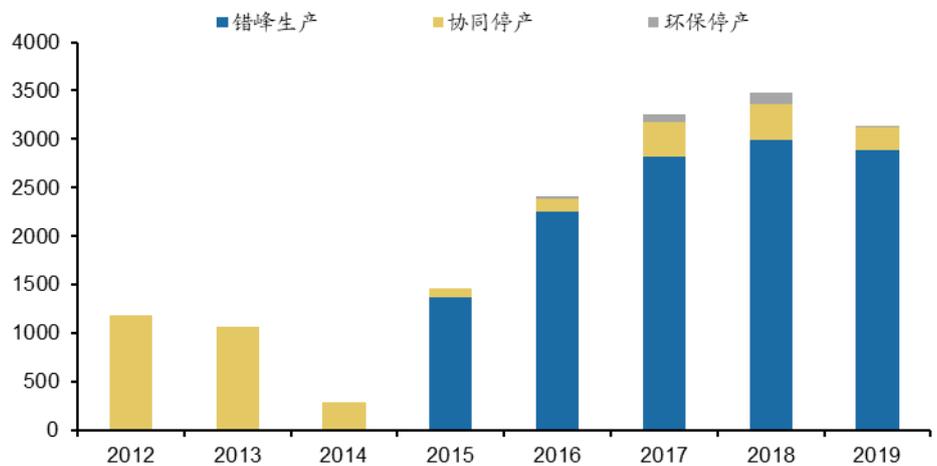
能释放带来的阶段性压力。

错峰生产使得行业盈利稳定性加强，重点关注 2020 年下半年

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；错峰生产带来的效果很明显，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，使得行业盈利稳定性加强，最典型的案例就是2018年北方市场，在需求持续下行情况下，由于错峰生产，京津冀、陕甘宁等主要区域价格仍稳定在较高位置。

由于目前错峰生产政策执行到2020年，需重点关注2020年下半年政策是否会延续。

图44：2012-2019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

价格展望：往后 1 年预计全国均价仍将高位震荡

综合上面供需关系和区域分析，我们可以得出几个结论：

1. 本轮周期景气时间较长主要原因，首先是新增产能少、错峰生产执行较好，带来供给持续收缩；其次是需求韧性好。往后展望，需求存边际下行压力，大幅下行的可能性不大，2020年整体供给仍然可控（行业整体新增产能少、错峰生产延续），所以我们认为往后展望1年行业整体供需关系仍将保持稳定，全国均价预计仍将高位震荡，再往后需要重点跟踪供给端的变化。

2. 分区域来看，过去3年南方区域需求好于北方，使得南方地区量价盈利表现都整体好于北方；需求呈现出结构化向核心经济区域汇聚的趋势，预计未来长三

角、珠三角、京津冀、成渝、关中、豫鄂等地需求仍将保持稳定，非核心区域需求存下滑可能；从供给来看，云贵、两广、赣闽等地新增产能较多，存在一定压力。综合供需来看，我们对京津冀、陕甘、长三角（长三角需关注江西新增产能的影响）、成渝区域持较乐观预期。

投资建议：继续看好结构性机会

往后1年，行业整体供需关系仍将保持稳定，水泥行业景气度仍有望保持；短期来看，在经济下行压力持续增加背景下，稳增长的动能在增强，有利于基建需求的回升，利于目前低估值的修复；看好区域景气度向上、ROE向上的北方核心区域龙头公司祁连山和冀东水泥；其次是高景气延续、估值较低的海螺水泥（600585.SH/00914.HK）、华新水泥。

表1：水泥港股可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (港元/股)	EPS(2019, 港元/股)	EPS(2020, 港元/股)	PE(2019, 倍)	PE(2020, 倍)
03323.HK	中国建材	6.89	1.41	1.33	4.77	4.65
01313.HK	华润水泥控股	7.15	1.12	1.25	6.25	6.10
02233.HK	西部水泥	1.35	0.37	0.41	3.60	3.33
00914.HK	海螺水泥	46.15	6.62	6.20	7.07	7.37

数据来源：Wind（截止2019年9月4日，均为Wind一致预期），广发证券发展研究中心

风险提示

宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

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 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性

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 个月内与中国建材(03323)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。