

非金属建材与新材料

 降低预期回报率，贯彻逆周期投资思路
 ——水泥板块 2019Q4 投资策略

评级：增持

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qizq.com.cn

研究助理：祝仲宽

Email: zhuzk@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(亿元)	8271
行业流通市值(亿元)	6800

行业-市场走势对比


简称	股价	EPS				PE				评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	
海螺水泥	43.26	2.99	5.63	6.05	5.33	14.5	7.7	7.2	8.1	买入
塔牌集团	9.97	0.60	1.45	1.25	1.36	16.5	6.9	8.0	7.4	增持
华新水泥	20.44	0.99	2.47	3.15	2.66	20.6	8.3	6.5	7.7	增持
天山股份	11.65	0.25	1.18	1.68	1.53	46.1	9.8	6.9	7.6	增持
祁连山	10.13	0.74	0.84	1.52	1.31	13.7	12.0	6.7	7.7	增持

投资要点

- **地产：以 3-5 年的中期维度看，我们认为地产对于水泥的需求拉动在中南、华东、西南地区将会持续优于其他地区；从短期 Q4 的维度看，新开工和施工增速预计仍有望维持小幅正增长。**
 - ✓ **中期：从全国来看，地产狭义库存继续走低，地产广义库存已经回落到 2010 年的水平，低库存为政策调控空间提供了良好的环境，房地产市场形成大量量价齐跌的可能性较小；分地区来看，我们认为西南和中南地区的广义地产库存已经基本回到低于合意库存中枢位置，华东库存水平不高，而华北地区的广义库存相对来说并不低。**
 - ✓ **短期：资金压力与悲观预期下的赶工角逐，19Q4 新开工和施工韧性较强。销售端，在利率下行+精准调控+较低库存背景下地产销售不容易出现断崖式下跌，对整体的地产开发形成有效支撑。政策及监管上，今年整体地产政策从 4 月政治局会议以来出现逐渐收紧的迹象。地产前端融资加剧紧张，叠加地产下行悲观预期，土地购置从 5 月开始持续走弱。在土地购置前端融资受到一定约束的情况下，企业对销售回款的诉求变得更加强烈，寄希望于通过新开工至可预售状态快速实现销售回款。分地区来看，各地区不同的新开工增速形成一定对冲，平缓了整体下滑速度，在“因城施策”的精准调控下，不同能级的城市、不同区域的城市均出现不同程度的分化，周期错位平缓了以往一刀切带来的整体大幅下行情况。对一二线城市来说，由于预售标准较高，甚至都要求结构封顶才能预售，因此为了实现销售回款企业将加速赶工直至较高的可预售状态。而三四线城市由于达到可预售标准较低，资金投入较少就可以实现销售回款，新开工增速在地产整体库存没有大幅回升的前提下不会大幅回落。**
- **基建：Q4 托底意愿强，财政压力约束下难以大幅回暖。在地产投资逐步下行，外部风险不确定的背景下，基建作为经济的“稳定器”不可偏废。在土地财政收入下降以及减税降费的大背景下，专项债提前发放有望弥补 Q4 基建资金来源，但在整体财政压力较大的约束下我们预计 Q4 基建对水泥需求的仅形成小幅正向拉动。**
- **水泥需求展望：2019Q4 水泥需求有望实现同比小幅正增长。建立在前文对 2019Q4 房地产、基建相关投资的判断上，我们认为在房地产赶工和基建托底的支撑下，2019Q4 的水泥消费量同比有望继续维持小幅正增长。其中，我们认为需要重点关注 2019Q4 广东水泥需求增速有望继续环比改善。从 2019 年 1-8 月华南以及两广整体的水泥出货进度看，2019 均逊色于 2018 年，我们认为主要是由于天气原因导致，而不是因为区**

域基建或地产的需求弱化，而展望 2019 年下半年，这部分滞后的需求有望释放。

- **水泥供给展望：2019Q4，在“不搞一刀切”的政策导向下，各区域对自身错峰政策进行了细化，力度与去年相比有一定弱化，政策出台的时间点也出现延后。**但是，在地方政府对于环保的压力考核依然较为严格的背景下，错峰政策弱化的幅度预计不会太大。另一方面水泥行业的沟通协调机制也逐步加强，减轻了企业间博弈心态，限产执行的力度也比以往更强。
- **水泥景气度：复制 18Q4 走势，我们预计 Q4 前期更强后期稍弱。**基于前文水泥 Q4 的供需判断，在水泥行业需求端同比有望实现小幅正增长，供给端逐步放松的判断下，我们预计 2019Q4 水泥行业景气度向上确定性较强。但受制于供给端的放松，接近年末景气度高位再向上上冲的动力将不太足。由于 10 月，11 月前期基本都是旺季，企业基本都满产满消，在需求端小幅强于去年的情况下，华东地区的价格判断上我们认为 Q4 价格在前期可能高于去年；但 Q4 后期由于供给端的释放，特别是华北地区的放松对华东的传导影响，预计 Q4 后段水泥价格高度不及去年 Q4。**分区域看，我们认为重点应该关注广东区域的水泥景气度边际改善，**一方面本身需求端的延后释放将带来同比增量，另一方面广东一直以来也没有明显的错峰生产，对供给端政策弱化的冲击不是特别明显。
- **2020 年景气度展望：同比弱化，但幅度有限，景气度南方优于北方。**从地产需求看，在目前的政策调控下，房企加快土地周转的模式不会改变，新开工增速回落速度将偏慢，施工前端还不错，但预售后的施工速度依然会放缓，总体来看回落幅度将偏慢；基建端，由于地方政府债务约束以及地方政府对于基建的诉求没有那么强，整体依然处于回落的趋势，但 2020 年依然从政治上依然有保增长的诉求，因此整体对于水泥的需求我们预计回落幅度在 5%左右。供给端在供给侧改革进一步退出的过程中，供给端会进一步松动。分区域看，我们认为云南、广西等新增产线投产将会对区域景气度形成一定冲击，华东的格局较为稳固，西北、华北地区由于地产补库存需求没有那么强以及基建回落，我们预计景气度不太能持续，但不排除错峰生产力度超预期加强。因此，2020 年我们的判断是水泥景气度进一步回落，景气度南方优于北方。
- **投资思路：降低预期回报率看长做长，贯彻逆周期投资思路，推荐海螺水泥、华新水泥；**若考虑配置边际改善，且预期差较大的可以选择估值较低的塔牌集团；西北区域受基础设施建设和政府投资影响较大，可以关注天山股份、祁连山，以及港股中的西部水泥。
- **风险提示事件：**全球宏观经济风险；供给侧约束明显放松；部分区域水泥产能的新增冲动

内容目录

地产：中期缓步趋弱，短期韧性无忧	- 6 -
中期：地产补库平抑水泥需求下行斜率，未来 3-5 年区域分化将更加凸显	- 6 -
短期：资金压力与悲观预期下的赶工角逐，19Q4 新开工和施工韧性较强	- 7 -
基建：Q4 托底意愿强，财政压力约束下难以大幅回暖	- 11 -
基建托底意愿强	- 11 -
专项债补充基建资金来源，但整体资金较紧的情况下 Q4 基建难以大幅回暖	- 11 -
水泥：预计 Q4 旺季需求同比小幅正增长，盈利复制去年高位	- 14 -
需求：2019Q4 水泥需求有望实现同比小幅正增长	- 14 -
供给：全国行政性错峰政策弱化，企业间沟通协调加强	- 15 -
产业利润分配：“熟料资源化”趋势不改，沿江有窑企业定价权持续增强	- 16 -
景气度：我们预计 2019Q4 前期更强后期稍弱，2020 年景气度同比弱化	- 18 -
投资思路：降低预期回报率看长做长，贯彻逆周期投资思路	- 21 -
水泥股的“春耕”与“秋收”	- 21 -
海螺水泥：价值王者，看长做长	- 22 -
塔牌集团：规模+成本优势铸就粤东寡头，资产步入收获期	- 23 -
华新水泥：产业链延伸先锋，价值与成长共舞	- 24 -
天山股份：独立市场+高集中度，盈利延续性可期	- 25 -
祁连山：甘青水泥龙头，19H2 需求有支撑	- 26 -
风险提示	- 27 -

图表目录

图表 1: 狭义地产库存持续回落.....	- 6 -
图表 2: 广义地产库存回落至 2010 年水平.....	- 6 -
图表 3: 新开工和销售面积增速.....	- 6 -
图表 4: 分区域住宅广义库存变化拟合 (万平方米)	- 7 -
图表 5: 个人住房贷款加权平均利率及折扣.....	- 7 -
图表 6: 首套平均房贷利率 %.....	- 7 -
图表 7: 100 大中城市成交土地溢价率 %.....	- 8 -
图表 8: 分能级城市土地成交规划建筑面积极累计同比.....	- 8 -
图表 9: 房地产资金来源增速.....	- 8 -
图表 10: 新开工和施工面积增速.....	- 8 -
图表 11: 分地区房屋新开工面积累计同比.....	- 9 -
图表 12: 分地区房屋新开工面积 3 个月同比	- 9 -
图表 13: 房屋新开工面积 12 个月滚动累计同比.....	- 9 -
图表 14: 房屋新开工面积 3 个月滚动累计同比.....	- 9 -
图表 15: 房地产开发资金来源销售回款占比提高	- 10 -
图表 16: 大量期房存在交付压力.....	- 10 -
图表 17: 万科不断提高自身在建的总面积比例.....	- 10 -
图表 18: 土地购置今年以来整体出现下滑	- 10 -
图表 19: 基建投资增速累计同比.....	- 11 -
图表 20: 公共财政支出基建方面.....	- 11 -
图表 21: 地方政府性基金收支当年累计值	- 12 -
图表 22: 地方政府性基金收支当月值.....	- 12 -
图表 23: 地方政府专项债券净融资额.....	- 12 -
图表 24: 分省基建信息统计	- 13 -
图表 25: 2019 年 1-8 月水泥累计产量增速 %.....	- 14 -
图表 26: 粤港澳地区 2019 年 1-9 月降雨情况统计.....	- 15 -
图表 27: 2018&2019 已公布的秋冬季错峰生产政策对比.....	- 16 -
图表 28: 原材料管控同样推动无资源企业成本增加.....	- 17 -
图表 29: 安徽水泥-熟料价格差	- 17 -
图表 30: 山东水泥-熟料价格差	- 17 -
图表 31: 广东水泥-熟料价格差	- 18 -
图表 32: 全国水泥价格 (元/吨)	- 19 -
图表 33: 全国水泥库存 (%)	- 19 -

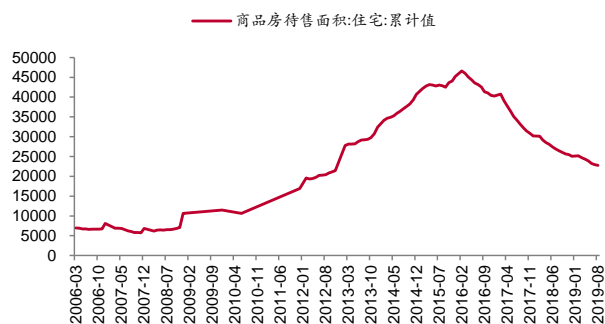
图表 34: 长江流域水泥库存 (%)	- 19 -
图表 35: 长江中下游水泥库存 (%)	- 19 -
图表 36: 江浙沪皖水泥价格 (元/吨)	- 19 -
图表 37: 两广水泥价格 (元/吨)	- 19 -
图表 38: 华东水泥价格 (元/吨)	- 20 -
图表 39: 中南水泥价格 (元/吨)	- 20 -
图表 40: 华北水泥价格 (元/吨)	- 20 -
图表 41: 东北水泥价格 (元/吨)	- 20 -
图表 42: 西南水泥价格 (元/吨)	- 20 -
图表 43: 西北水泥价格 (元/吨)	- 20 -

地产：中期缓步趋弱，短期韧性无忧

中期：地产补库平抑水泥需求下行斜率，未来 3-5 年区域分化将更加凸显

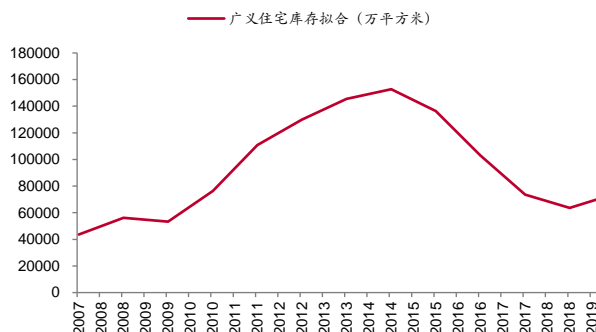
- 从全国来看，地产狭义库存继续走低，地产广义库存已经回落到 2010 年的水平，低库存为政策调控空间提供了良好的环境，房地产市场形成大幅量价齐跌的可能性较小。从地产的库存周期看，2013-2017 年经历了长达 5 年的去库存周期，到 2018 年地产广义库存已经回到了 2010 年附近的水平。在较低的库存周期下，可以通过一轮小周期的补库周期对地产拿地、销售、新开工、施工等均形成不同程度的拉动，平抑整体下行期在地产投资链条端的波动。

图表 1：狭义地产库存持续回落



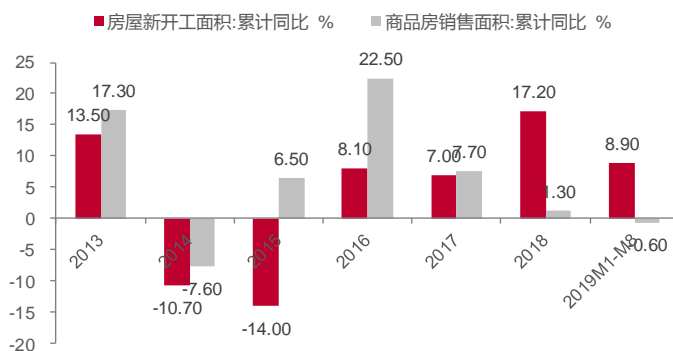
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：广义地产库存回落至 2010 年水平



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：新开工和销售面积增速

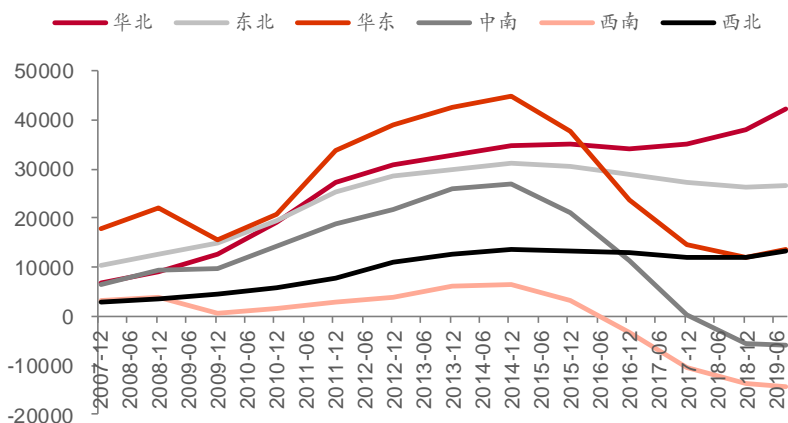


来源：wind，中泰证券研究所

- 分地区来看，我们认为西南和中南地区的广义地产库存已经基本回到低于合意库存中枢位置，华东库存水平不高，而北方地区的广义库存相对来说并不低。我们通过房屋新开工与销售之差拟合出目前各区域的住宅广义地产库存，展望未来，从地产补库存角度看，西南、中南、华东三大地区是未来地产补库存的主要区域，而北方地区补库存空间和幅度将会受到已有的库存制约。站在目前时点看未来 3-5 年水泥需求，基于目

前的广义地产库存，我们认为区域间的水泥需求分化会进一步凸显，其中西南、中南、华东地区的水泥需求中期表现有望持续优于其他地区。

图表 4: 分区域住宅广义库存变化拟合 (万平方米)

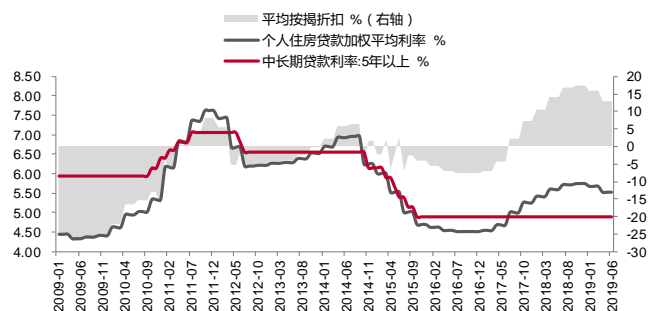


来源: wind, 中泰证券研究所

短期: 资金压力与悲观预期下的赶工角逐, 19Q4 新开工和施工韧性强

- **销售端, 在利率下行+因城施策+较低库存背景下地产销售不容易出现断崖式下跌, 对整体的地产开发形成有效支撑。**由于个人住房贷款利率从 17 年中开始上行, 但自底部上行的绝对高度并不多, 且从 18 年中开始进一步回落至今, 展望未来在全市场利率整体下行的背景下, 居民的房屋购买力有望得以维持; 在“因城施策”的精准调控下, 居民的购买意愿并不会突然大幅减弱, 仅在例如苏州、西安等地由于房价上涨超预期才会加码限购政策, 而近日上海的首套房贷款利率不低于 LPR 20bp 也是一个销售端的放松信号。在意愿和能力均能够配合的情况下, 房地产销售有望保持较强的韧性, 不太容易出现断崖式的下跌。

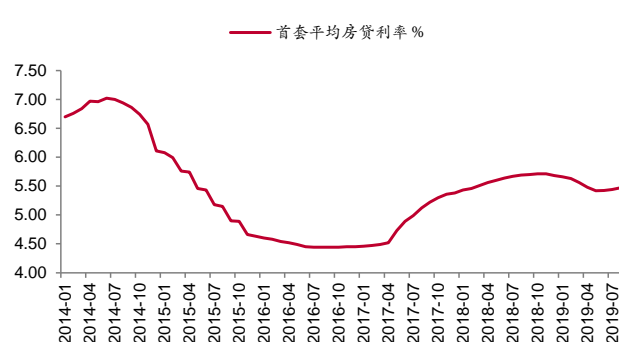
图表 5: 个人住房贷款加权平均利率及折扣



备注: 折扣正数为住房贷款利率相对于中长期贷款利率上浮

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 首套平均房贷利率 %



来源: wind, 中泰证券研究所

- **地产前端融资加剧紧张, 叠加地产下行悲观预期, 土地购置从 5 月开始逐步走弱。**政策及监管上, 今年整体地产政策从 4 月政治局会议以来出现逐渐收紧的迹象, 导致地产前端融资加剧紧张。4 月 19 日, 在中央政

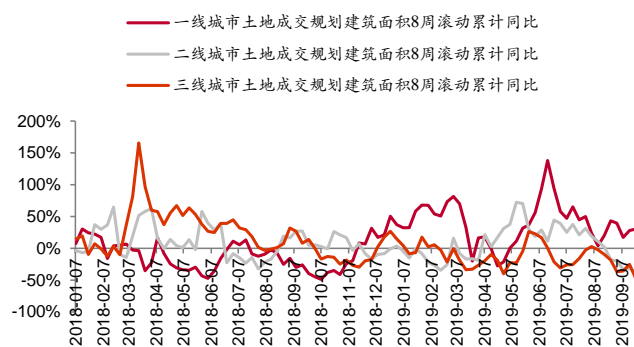
政治局会议继续强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”；5月银保监会出台了“23号文”，对于地产融资提出诸多限制；7月中央政治局会议首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；7月发改委颁布《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；8月银保监会发布《中国银保监会办公厅关于开展2019年银行机构房地产业务专项检查的通知》，“严厉查处各种将资金通过挪用、转道等方式流入房地产行业的违法违规行为”。从100大中城市成交土地的溢价率可以看到，19年5月开始土地成交溢价率逐步回落；房地产企业的土地购置自5月开始在二三线城市快速下滑，仅一线城市在去年较低的基数上同比仍有增长。

图表 7: 100 大中城市成交土地溢价率 %



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 分能级城市土地成交规划建筑面积累计同比



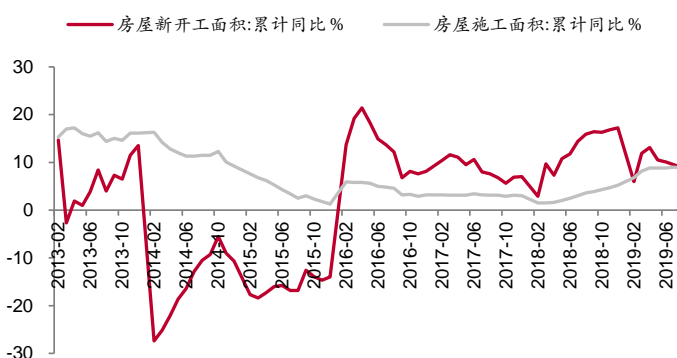
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 房地产资金来源增速



来源: wind, 中泰证券研究所

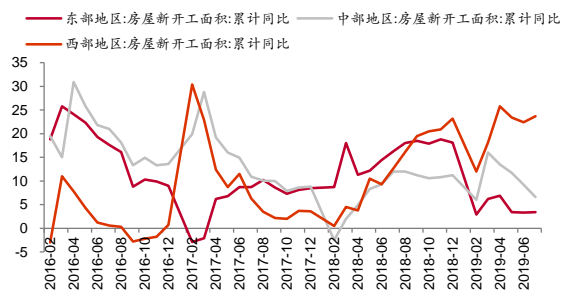
图表 10: 新开工和施工面积增速



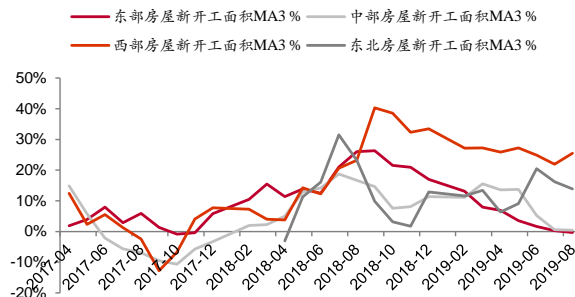
来源: wind, 中泰证券研究所

- 在土地购置前端融资受到一定约束的情况下，企业对销售回款的诉求变得更加强烈，寄希望于通过新开工至可预售状态快速实现销售回款。
- 分地区来看，各地区不同的新开工增速形成一定对冲，平缓了整体下滑速度。在“因城施策”的精准调控下，不同能级的城市、不同区域的城市均出现不同程度的分化，周期错位平缓了以往一刀切带来的整体大幅下行情况。一二线占比高的东部地区房屋新开工面积增速仅维持小个位

数增长，而以三四五六线城市为主的西部地区房屋新开工面积增速在去年较高的基数上依然维持了20%以上的增长。

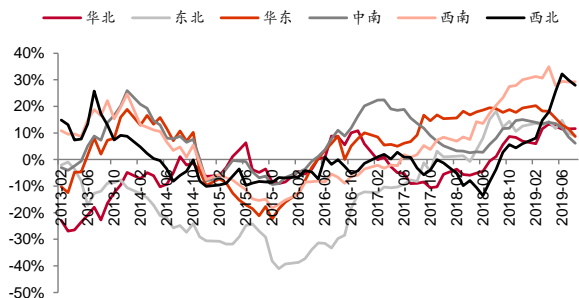
图表 11: 分地区房屋新开工面积累计同比


来源: wind, 中泰证券研究所

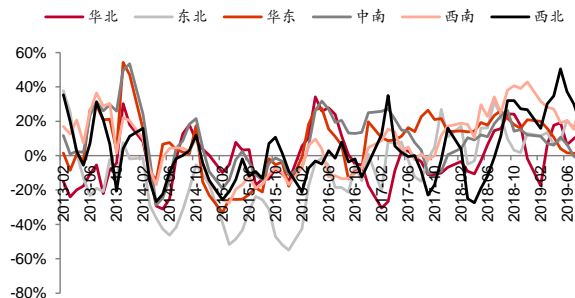
图表 12: 分地区房屋新开工面积 3 个月同比


来源: wind, 中泰证券研究所

- 分区域来看，我们可以认为越是低能级城市占比高的地区，在目前较为悲观的预期下，企业将尽快开发；而华东和中南等较发达地区，全国性布局的房企在资金有限的情况下并不会选择快速赶工。我们认为，从房企的意愿上来看，基于低能级城市由于棚改弱化导致的悲观预期，特别是华北、东北、西北，包括西南地区，必须通过加快新开工将存量的土地尽快变现；而在华东、中南一二线城市占比高的地区由于中期需求看并不是太悲观，因此在总资金有限的条件下可以适当放缓开发节奏，尽可能将“低能级”城市的土地率先变现。

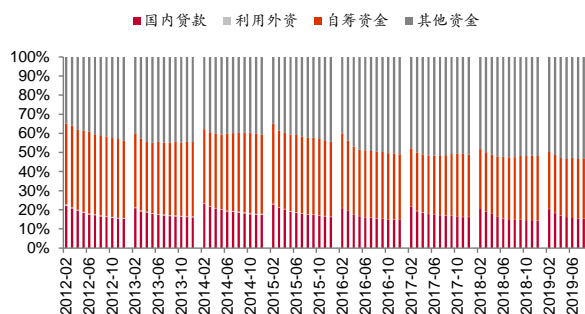
图表 13: 房屋新开工面积 12 个月滚动累计同比


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 14: 房屋新开工面积 3 个月滚动累计同比


来源: wind, 中泰证券研究所

- 展望 2019Q4 的新开工和施工进度，我们认为由于房地产加速赶工的诉求依然存在，在整体库存没有大幅回升的情况下，新开工和施工的同比增速会走弱，但依然有望维持小幅正增长。对一二线城市来说，由于预售标准较高，甚至都要求结构封顶才能预售，因此为了实现销售回款企业将加速赶工直至较高的可预售状态。而三四线城市由于达到可预售标准较低，资金投入较少就可以实现销售回款，新开工增速在地产整体库存没有大幅回升的前提下不会大幅回落；此外，过去三年大量的期房销售，2019-2020 年均存在大量的交付压力，因此 19Q4 整体施工量我们预计有支撑，但受制于整体资金链从 5 月开始的收紧，我们预计预售后的施工增速将继续放缓，这也将一定程度拖累整体的施工速度。

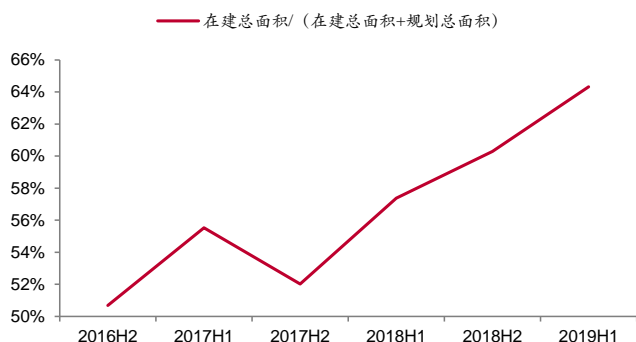
图表 15: 房地产开发资金来源销售回款占比提高


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 16: 大量期房存在交付压力


来源: wind, 中泰证券研究所

- 此外，市场担心从 18Q4 开始土地购置下行会逐步传达到新开工增速，但我们认为这一方面的影响在 19Q4 较为有限。对于房地产企业来说在过去两三年屯了大量土地，在对未来土地升值空间较为悲观的预期下，将加快将自己的存量土地进行开发，因此我们认为短期内新开工增速在 19Q4 依然具备较强韧性。以龙头万科为例，公司的在建总面积也在过去两年中逐步提升，公司通过采取防御策略对存量的土地进行开发，而这也是目前大多数房企都在做的事情。因此，即使土地成交从今年以来整体较为羸弱的情况下，地产企业依然有足够的储备通过释放自身的存量土地进行开发。中期看，土地购置的下行将会制约未来 2-3 年的整体的新开工增速，但不排除土地政策在财政压力下届时进一步放松。

图表 17: 万科不断提高自身在建的总面积比例


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 土地购置今年以来整体出现下滑


来源: wind, 中泰证券研究所

- 小结: 以 3-5 年的中期维度看，我们认为地产对于水泥的需求拉动在中南、华东、西南地区将会持续优于其他地区。但从短期 Q4 的维度看，我们认为由于房地产在融资压力和未来悲观预期下，将加快低能级城市的土地开发及变现，足量土地储备和充足的开发预期下，新开工增速不会下滑太快；过去三年大量的期房销售，2019-2020 年均存在大量的交付压力，施工增速预计仍将维持目前水平。

基建：Q4 托底意愿强，财政压力约束下难以大幅回暖

基建托底意愿强

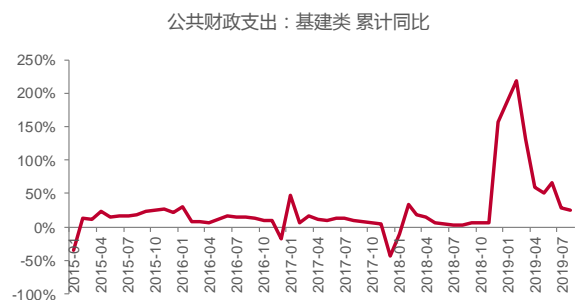
- 在地产投资逐步下行，外部风险不确定的背景下，基建作为经济的“稳定器”不可偏废。9月4日国务院常务会议提出“今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量”，“按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效”，此次降准也有望缓解地方政府债加快发行带来的金融体系流动性冲击，符合8月底“实施积极的财政政策，把财政政策与货币金融政策更好地结合起来，金融部门继续做好支持地方政府专项债发行相关工作”的会议表态。从规划上看，9月下旬国务院提出《交通强国建设纲要》，指出要“牢牢把握交通‘先行官’定位”、“适度超前”。

图表 19：基建投资增速累计同比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 20：公共财政支出基建方面

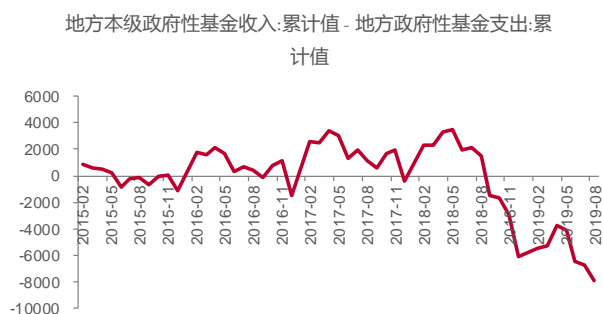


来源：wind，中泰证券研究所

专项债补充基建资金来源，但整体资金较紧的情况下 Q4 基建难以大幅回暖

- 在土地财政收入下降以及减税降费的大背景下，专项债提前发放有望弥补 Q4 基建资金来源，但在整体财政压力较大的约束下我们预计 Q4 基建对水泥需求仅形成小幅正向拉动。9月的国常会中提出专项债“不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”，有望提高基建占比；此外，会议明确“专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右”，而在重大项目的认定范围也扩大到了“铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施”。专项债的使用范围确定和可撬动的杠杆率提高有助于保障 Q4 的基建项目资金来源，近期项目申报逐步加快，但最终落实到项目建设上可能还要到 2020Q1 才能体现。

图表 21: 地方政府性基金收支当年累计值



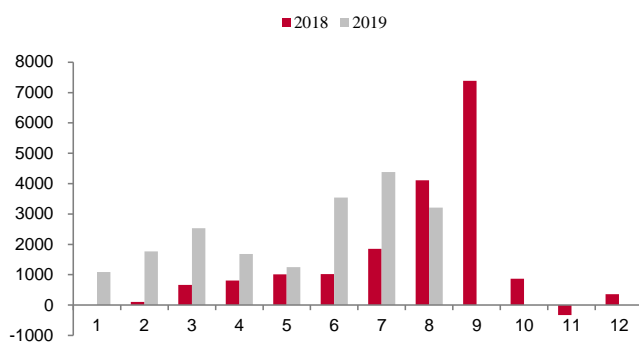
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: 地方政府性基金收支当月值



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: 地方政府专项债券净融资额



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 24: 分省基建信息统计

地区	省份	1-8月累计基建增速 ()为1-7月数据 []为1-6月数据	内容
	北京		
	天津	7.8%	基础设施投资平稳增长。1-8月, 全市基础设施投资增长7.8%, 其中, 在地铁11号线一期、地铁6号线、地铁10号线一期等项目带动下, 交通运输和邮政业投资增长11.5%。
华北	河北	15.3%	基础设施项目投资较快增长。1-8月份, 全省基础设施完成投资同比增长15.3%, 增速快于固定资产投资11.2个百分点, 拉动投资增长3.6个百分点; 占全省投资的25.8%, 比上年同期提高2.5个百分点。其中, 燃气生产和供应业增长34.6%, 市政设施管理业增长26.5%, 城市市容管理业增长33.6%, 航空运输业增长169.3%, 互联网和相关服务业增长82.3%。
	山西	20.2%	1-8月份基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)增长20.2%, 增速比1—7月份回落1.9个百分点。其中, 铁路运输业投资下降24.3%, 降幅扩大8.0个百分点; 道路运输业投资增长41.2%, 增速加快3.8个百分点; 水利管理业投资下降2.8%, 降幅1—7月收窄6.7个百分点; 公共设施管理业投资增长5.1%, 增速比1—7月份回落5.5个百分点。
	内蒙古	(-1.9%)	
	辽宁		
东北	吉林		
	黑龙江	[5.9%]	
	上海	-6.7%	三大投资领域中, 工业投资比去年同期增长17.2%; 房地产开发投资增长3.7%; 城市基础设施投资下降6.7%。
	江苏		
	浙江	6.1%	
华东	安徽	(11.3%)	基础设施投资增速稳步回升。1-7月份, 全省基础设施投资增长11.3%, 增速比上半年提高0.5个百分点, 比去年全年提高4.3个百分点, 充分发挥了投资“稳定器”的关键作用。其中, 道路运输业投资增长8%, 增速比上半年提高2.8个百分点; 铁路运输业投资增长57.9%, 提高9.7个百分点; 公共设施管理业投资增长16.2%, 回落0.2个百分点; 生态保护和环境治理业投资增长38.2%, 回落8.6个百分点。
	福建	-10.4%	1-8月, 基础设施投资同比下降10.4%, 降幅比1-7月收窄0.4个百分点, 其中, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长4.0%, 比1-7月提高0.8个百分点; 电信、广播电视和卫星传输服务同比增长15.7%, 比1-7月提高3.4个百分点。
	山东		
	江西	12.1%	基础设施投资增长较快。1-8月, 全省基础设施投资增长12.1%, 其中水上运输业投资增长101.6%, 水利管理业投资增长38.0%。
	河南	14.8%	基础设施投资中, 水利、环境和公共设施管理业(不含土地管理业)投资同比增长19.4%, 增速比1-7月份回落0.6个百分点; 交通运输和邮政业投资增长6.0%, 1-7月份为下降1.3%; 信息传输业投资下降26.5%, 降幅收窄1.8个百分点。
	湖北	[16.9%]	投资较快增长。上半年, 全省固定资产投资增长10.8%, 同比提高0.3个百分点。从投资结构看, 全省民间投资、基础设施投资、工业投资分别增长12.3%、16.9%、10.6%。
中南	湖南	-1.1%	1-8月, 全省基础设施投资同比下降1.1%, 降幅比1-7月收窄2.3个百分点。分行业看, 公共设施管理业投资下降10.7%, 降幅比1-7月收窄1.2个百分点; 交通运输、仓储和邮政业投资增长7.2%, 增速比1-7月回升3.1个百分点。
	广东	23.8%	固定资产投资增速平稳。1-8月, 完成固定资产投资额同比增长10.8%, 增幅比全国高5.3个百分点; 比上半年提高0.3个百分点。其中: 工业投资增长3.2%, 增幅比上半年提高3.5个百分点; 基础设施增长23.8%。房地产开发投资同比增长10.7%, 增幅比上半年回落1.7个百分点; 商品房销售面积下降3.8%。
	广西	[2.9%]	今年以来, 占全区投资比重在20%左右的基础设施投资一直处于低位运行态势, 从年初的正增长一路下滑, 最低增速达到-2.9%, 最高增速仅4.2%。上半年, 全区基础设施投资同比增长2.9%, 虽然扭转了负增长的趋势, 但后劲乏力。其中占基础设施投资四成左右的公共设施管理业今年以来一直保持-10%左右的增速徘徊, 增长乏力明显; 同时, 水上运输业、航空运输业分别同比下降13.2%和70.7%也需引起关注。
	海南	-13.4%	
	重庆	-3.0%	
	四川		
西南	贵州	(10.5%)	基础设施和民生领域投资稳步增长。一是基础设施投资继续发挥补短板重要作用。1-7月, 全省基础设施投资比上年同期增长10.5%, 基础设施占全省投资总量的比重为37%, 仍为全省投资增长的重要支撑。其中, 水利环境和公共设施管理业投资增长14%, 增速快于基础设施投资增速3.5个百分点; 交通运输和邮政业投资保持增长, 比上年同期增长3.4%, 其中, 公路投资增长6.5%。二是教育医疗等民生投资快速增长。1-7月, 全省教育、卫生和社会工作分别比上年同期增长21.2%和21.8%, 增速分别高于全省投资增速9.4个和10个百分点。三是脱贫攻坚投资力度持续加大。1-7月, 全省农业、林业、畜牧业、渔业投资分别比上年同期增长28.6%、24.4%、30.9%和29.4%, 均实现快速增长。
	云南	4.9%	1-8月, 全省固定资产投资(不含农户)同比增长11.2%, 比1-7月提高3.8个百分点, 高于全国(5.5%)5.7个百分点。其中: 民间投资增长28.0%, 工业投资增长12.5%, 基础设施投资增长4.9%。
	西藏		
	陕西	-1.4%	1. 基础设施投资持续负增长。1-8月, 全省基础设施投资同比下降1.4%, 降幅比1-7月收窄0.3个百分点, 已连续四个月负增长。其中占比最高的水利、环境和公共设施管理业投资下降1.9%, 降幅扩大0.3个百分点。交通运输邮政业投资增长4.8%, 增速提高1.6个百分点。 2. 项目建设接续不足。1-8月, 全省在建项目1.97万个。其中新开工项目9268个, 同比增长1.6%, 较1-7月回落1.9个百分点; 新开工项目计划总投资下降17%, 降幅扩大0.9个百分点; 竣工投产项目8245个, 增速高达59%。新开工速度低于投产速度, 项目建设接续不足, 当月“零进度”项目增多, 全省在库且未竣工项目中, 2308个项目当月无投资进度, 比上月增加28个, 其中851个项目今年以来无进度。
西北	甘肃	6.1%	从三次产业看, 1-8月, 全省第一产业投资同比下降23.4%; 第二产业投资增长20.9%, 其中工业投资增长24.5%; 第三产业投资增长2.1%, 其中基础设施投资增长6.1%。
	青海		
	宁夏		
	新疆		

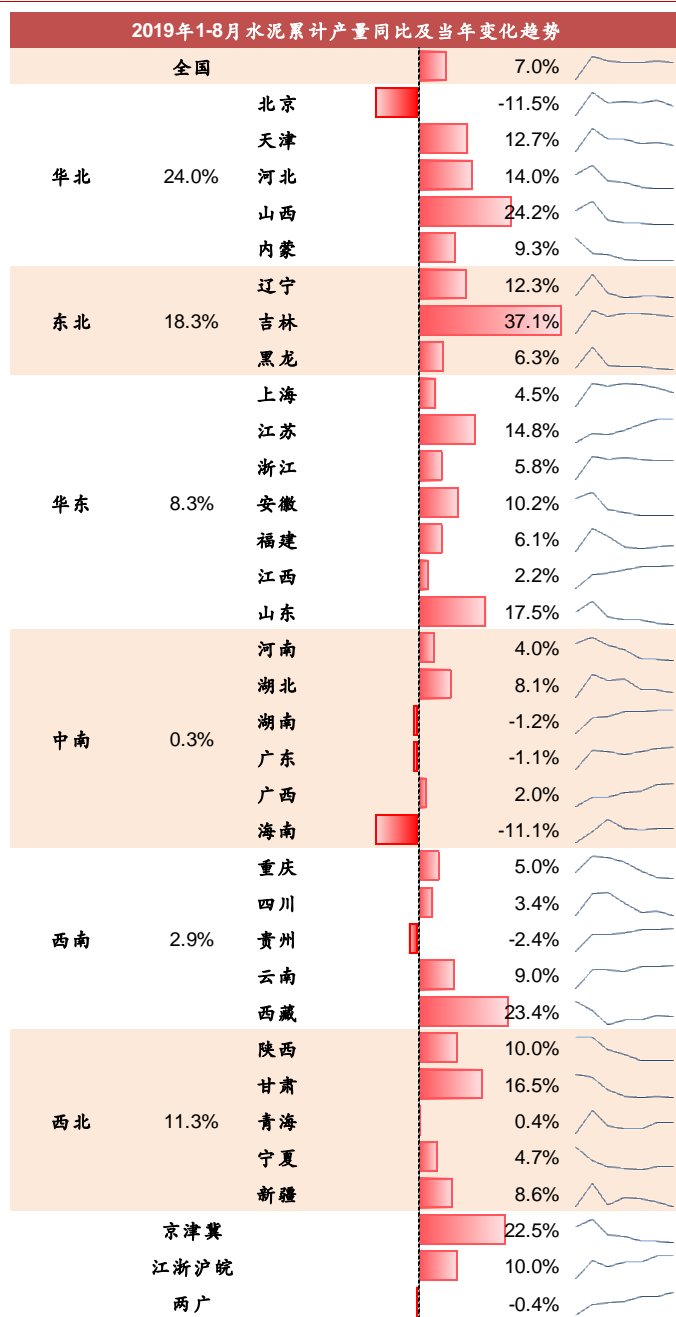
来源: 发改委, 中泰证券研究所

水泥：预计 Q4 旺季需求同比小幅正增长，盈利复制去年高位

需求：2019Q4 水泥需求有望实现同比小幅正增长

- 从 1-8 月的水泥累计产量看，全国 7.0% 的水泥累计产量同比增速略超我们年初的预期。分地区看，1-8 月华北、东北、西北的需求修复较为明显；华东在去年较高的基数下依然维持了 8.3% 左右的较好增长；西南地区也维持了良好的增速；两广地区由于上半年雨水天气较去年同期大幅增加，影响了出货进度，同比出现小幅负增长。

图表 25：2019 年 1-8 月水泥累计产量增速 %



来源：wind，中泰证券研究所

- 建立在前文对 2019Q4 房地产、基建相关投资的判断上，我们认为在房地产赶工和基建托底的支撑下，2019Q4 的水泥消费量同比有望继续维持小幅正增长。
- 其中，我们认为需要重点关注 2019Q4 广东水泥需求增速有望继续环比改善。从 2019 年 1-8 月华南以及两广整体的水泥出货进度看，2019 均逊色于 2018 年，我们认为主要是由于天气原因导致，而不是因为区域基建或地产的需求弱化，而展望 2019 年下半年，这部分滞后的需求有望释放。根据香港天文台公布的数据及模拟预测，今年 9-11 月输送到华南沿岸的水汽较少，因而该区雨量会较少。我们认为，如果降雨量较少将有利于四季度的水泥施工的连续性以及水泥价格持续回暖。

图表 26: 粤港澳地区 2019 年 1-9 月降雨情况统计

城市	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月
广州	2 [-95%]	165 [+154%]	181 [+113%]	413 [+127%]	351 [+24%]	459 [+78%]	261 [+14%]	480 [+117%]	105 [-39%]
汕头	10 [-67%]	15 [-73%]	123 [+50%]	245 [+58%]	234 [+11%]	203 [-33%]	178 [-14%]	247 [+15%]	30 [-79%]
汕尾	2 [-92%]	33 [-31%]	136 [+84%]	232 [+36%]	189 [-36%]	279 [-17%]	381 [+22%]	331 [+22%]	52 [-72%]
河源	2 [-96%]	78 [-10%]	358 [+171%]	391 [+60%]	326 [-11%]	434 [+21%]	241 [+21%]	165 [-19%]	83 [-44%]
韶关	16 [-73%]	134 [+41%]	380 [+159%]	354 [+61%]	445 [+86%]	191 [-13%]	176 [+31%]	302 [+136%]	41 [-53%]
阳江	1 [-97%]	37 [-46%]	175 [+103%]	351 [+57%]	945 [+126%]	328 [-14%]	438 [+57%]	633 [+67%]	104 [-57%]
湛江	Tr [-100%]	27 [-37%]	95 [+61%]	62 [-58%]	298 [+55%]	200 [-20%]	123 [-37%]	344 [+18%]	196 [-29%]
香港	5 [-80%]	69 [+28%]	187 [+128%]	186 [+6%]	235 [-23%]	429 [-6%]	329 [-13%]	596 [+38%]	199 [-39%]
澳门	3* [-91%]	26* [-56%]	297 [+258%]	261 [+20%]	421 [+16%]	180 [-47%]	243 [-16%]	472 [+34%]	139* [-28%]

备注：雨量单位为毫米，Tr 表示雨量少于 1 毫米，括号 [] 内的数字为该月雨量与气候平均之差别 (%) / 该月气候平均雨量。

来源：香港天文台，中泰证券研究所

供给：全国行政性错峰政策弱化，企业间沟通协调加强

- 展望 2019Q4，在“不搞一刀切”的政策导向下，各区域对自身错峰政策进行了细化，力度与去年相比有一定弱化，政策出台的时间点也出现延后。但是，在地方政府对于环保的压力考核依然较为严格的背景下，错峰政策弱化的幅度预计不会太大。
- 另一方面水泥行业的沟通协调机制也逐步加强，减轻了企业间博弈心态，限产执行的力度也比以往更强。从企业间的竞合博弈看，属于囚徒困境中的无限次重复多次博弈，参与人对协同的认可，将进一步强化未来协同的可能性。供需均是存量博弈的背景下，企业对于“量本利”到“价本利”的认知机制转变，能够加强企业间的合作。

图表 27: 2018&2019 已公布的秋冬季错峰生产政策对比

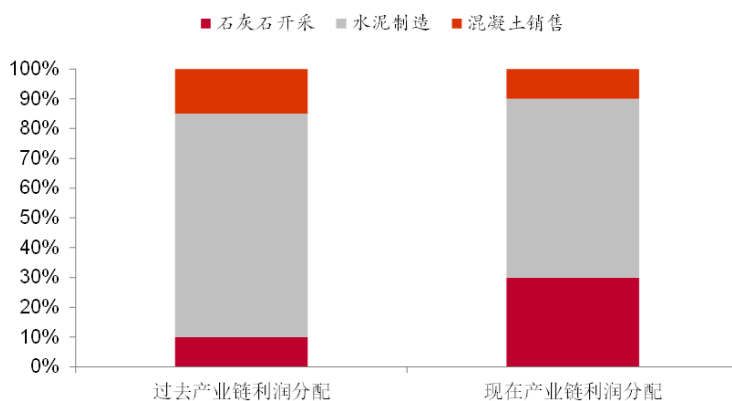
地区	省份	18Q4-19Q1错峰政策	19Q4-20Q1错峰政策	同比变化
华北	河北	按照是否完成超低排放改造、运输结构是否合理、产品是否中高端来核算错峰时间长度；唐山市在12月9日-12月31日，由于重污染天气影响，除协同处置的熟料企业外其他均停产；	唐山水泥企业10月10日-10月31日由于大气污染防治强化管控方案影响采取错峰，单条回转窑的允许连续生产11天，2条及以上回转窑的限产比例不低于50%，承担处置污泥和生活垃圾的企业按照实际处置量保持最低负荷生产；邢台由于蓝天保卫战强化攻坚，企业在10-12月实施轮流停产，普遍停产35天左右，并严格执行总量控制方案，总量指标压减20%超量立即实施停产，通过在线监测、运输车辆、用电量、票据等方式核查	基本持平
华北	山西	2018年11月15日—2019年3月15日止。各片区企业可根据当地市县（区）政府的相关要求及市场需求变化的实际情况作适当调整，但必须确保2018-2019年冬春季水泥企业错峰生产时间不少于4个月。	暂未公布具体时间。2019年10月1日起，未按要求完成年度治理改造任务的企业，予以停产治理；达到相应行业大气污染物排放限值且完成无组织排放治理要求的企业，采暖期实施差别化错峰生产。山西临汾：2019年10月1日—2020年3月31日，临汾市水泥、混凝土搅拌等行业，达不到环保要求的企业全部停产。	小幅放松
华东	江苏	春节错峰生产（停产）45天：省内所有熟料生产线每年除夕前15天至春节后30天。	停窑总天数为65天，停窑时段、天数、时间（其中春节期间1月1日~3月31日停窑30天）和核查形式原则上参照《2018年江苏省水泥行业错峰生产停窑及核查方案》。	小幅放松
华东	浙江		四季度（10.1~12.31）停窑10天。其中浙江余杭区2019年11月至2020年2月组织全区水泥企业实施错峰生产。	基本持平
华东	山东	错峰生产实施时间原则为2018年11月15日至2019年3月15日，各地根据采暖季空气质量改善目标和重污染天气预测情况，可适当缩短或延长错峰生产时间，但错峰生产实施时间最短不得少于2个月，且必须包含2018年12月、2019年1月份。	各城市制定自己的错峰生产计划，例如山东枣庄：水泥熟料生产企业，限产类在2019年12月1日至2020年1月31日停产；限制类，即豁免类和限产类以外的水泥企业，在2019年11月15日至2020年3月15日停产	小幅放松
中南	河南	2018年11月15日至2019年3月15日实施差异化错峰生产	7-10月正常生产，11、12月停窑。2020年1-2月正常生产	基本持平
中南	湖北	每条产线均有规划	每条产线均有规划，全年来看同比是放松的，但Q4由于本身是旺季同比看放松幅度非常有限	小幅放松
西南	四川		上一年度环境空气质量年均浓度达标市（州）的水泥企业全年错峰基准天数为90天（其中，11月至次年2月错峰基准天数不少于40天），其余地区的全年错峰基准天数为100天（其中，11月至次年2月错峰基准天数不少于50天）；根据深度治理排放改造情况，将水泥企业按照污染排放水平分为A、B、C、D四类，在基准天数基础上按相应比例执行错峰生产	小幅趋严
西南	贵州	黔中地区所有水泥熟料生产线错峰生产9月至11月累计不少于30天，其中9月30日以前为第一阶段错峰停窑时间不少于15天/条，11月15日以前为第二阶段错峰停窑时间不少于15天/条。	年初每条线均有规划，19Q4错峰20天	基本持平
西北	陕西	2018年11月15日至2019年3月15日	2019年11月15日至2020年3月15日	基本持平

来源：工信部，中泰证券研究所

产业利润分配：“熟料资源化”趋势不改，沿江有窑企业定价权持续增强

- “熟料资源化”是过去两年水泥龙头企业获得超额利润的主要逻辑。我们在2018年年度策略和“熟料资源化”一文中详细分析了，由于近年“错峰生产”+行政限产+原材料管控力度逐渐增强，水泥行业整体供需关系维持在较为健康的状态，而成本曲线阶段性异化，推动产业链利润向原材料、熟料环节转移。从今年行业运行的情况来看，熟料企业普遍减少熟料外销，提高熟料价格和定价能力，全社会流通熟料明显减少。

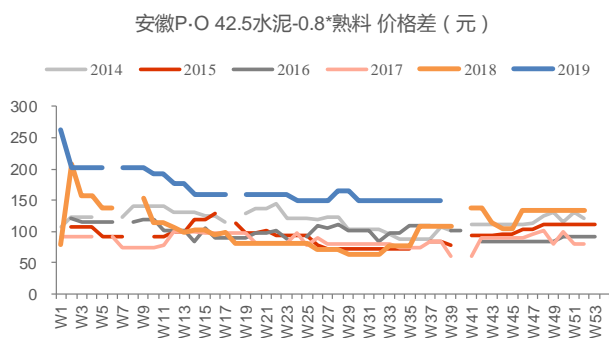
图表 28: 原材料管控同样推动无资源企业成本增加



来源：中泰证券研究所整理

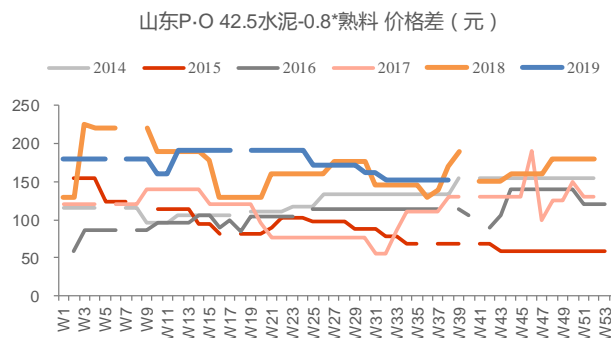
- 2019 年，在独立中小粉磨站逐步淘汰的华东地区，水泥龙头企业得以通过水泥-熟料的价差拉大获得粉磨端的超额利润。流通熟料的大幅减少，在过去两年中挤出了大量小粉磨站，龙头水泥企业的水泥销售地位大幅提升，伴随着 2018 年各地海中贸易平台的建立，华东地区龙头企业对下游水泥销售的控制力度进一步加强，从过去两年间石灰石-熟料的两部分利润，进一步拓展至石灰石-熟料-水泥三个部分的行业利润，从水泥与熟料的价格差看，华东地区例如安徽和山东，2019 年的水泥-熟料价格差与历史同期相比大幅拉大，而广东省由于仍然存在较多熟料流通和小型社会粉磨站，水泥-熟料的价格差依然在历史平均水平。**

图表 29: 安徽水泥-熟料价格差



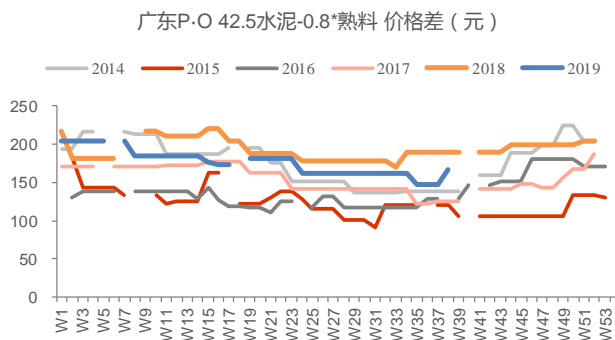
来源：数字水泥网，中泰证券研究所

图表 30: 山东水泥-熟料价格差



来源：数字水泥网，中泰证券研究所

图表 31: 广东水泥-熟料价格差

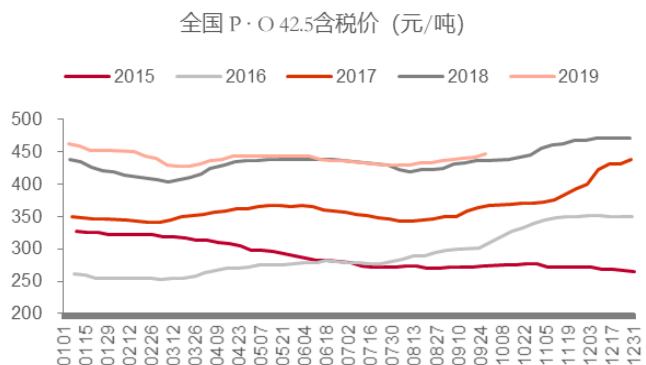


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

景气度: 我们预计 2019Q4 前期更强后期稍弱, 2020 年景气度同比弱化

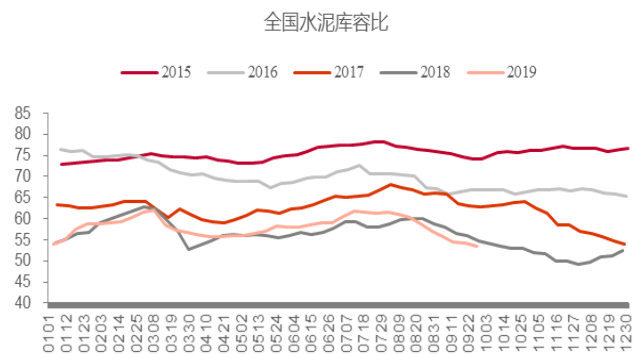
- 基于前文水泥 Q4 的供需判断, 在水泥行业需求端同比有望实现小幅正增长, 供给端逐步放松的判断下, 我们预计 2019Q4 水泥行业景气度向上确定性较强。但受制于供给端的放松, 接近年末景气度高位再向上冲的动力将不太足。由于 10 月, 11 月前期基本都是旺季, 企业基本都满产满消, 在需求端小幅强于去年的情况下, 华东地区的价格判断上我们认为 Q4 价格在前期可能更高于去年; 但 Q4 后期由于供给端错峰力度同比趋弱导致的供给释放, 特别是华北地区的放松对华东的传导影响, 预计 Q4 后段水泥价格高度不及去年 Q4。
- 分区域看, 我们认为重点应该关注广东区域的水泥景气边际改善, 一方面本身需求端的延后释放将带来同比增量, 另一方面广东一直以来也没有明显的错峰生产, 对供给端政策弱化的冲击不是特别明显。
- 2020 年景气度预计: 从地产需求看, 在目前的政策调控下, 房企加快土地周转的模式不会改变, 新开工增速回落速度将偏慢, 施工前端也有望保持, 2020H1 的回落幅度不会太大; 基建端, 由于地方政府债务约束, 整体向上幅度有限, 但考虑 2020 年依然有保增长的诉求, 因此我们预计 2020 年基建对水泥的拉动同比持平。综合来看, 水泥 2020 年需求端预计同比小幅回落。供给端, 2020 年局部地区新增产能的投放可能会对个别区域景气度形成一定冲击; 华东的格局较为稳固, 新增产能以减量置换为主, 云南、广西的新增产能可能会对供给端造成一定冲击。在供给侧改革政策逐步弱化的背景下, 以省或者中央层面下达的错峰文件可能会逐步弱化, 但在地方政府对于大气污染及环保方面的考核压力下, 地方政府的错峰力度依然不会减弱。因此, 整体来看我们预计 2020 年水泥景气度可能会小幅回落, 但由于水泥股隐含的估值非常低, 具备较强的风险收益比, 若水泥的盈利韧性超预期强劲, 水泥股依然会有非常良好的表现。

图表 32: 全国水泥价格 (元/吨)



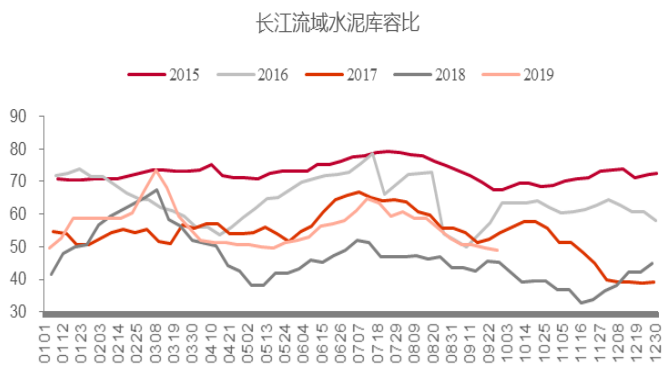
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 33: 全国水泥库存 (%)



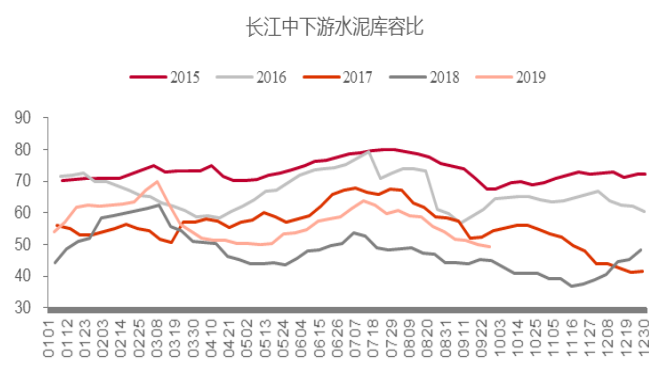
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 34: 长江流域水泥库存 (%)



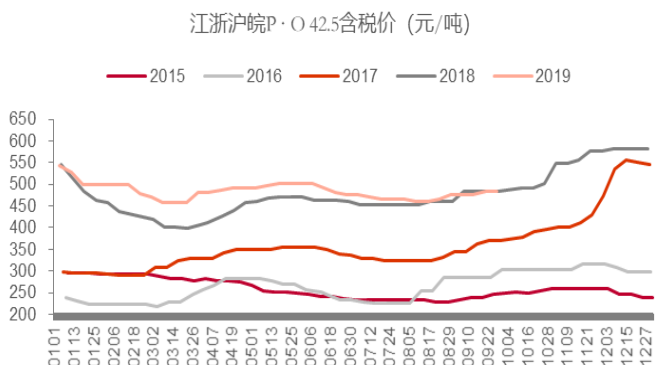
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 35: 长江中下游水泥库存 (%)



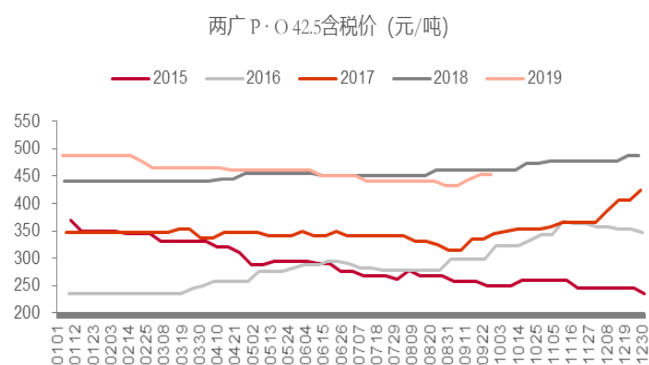
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 36: 江浙沪皖水泥价格 (元/吨)

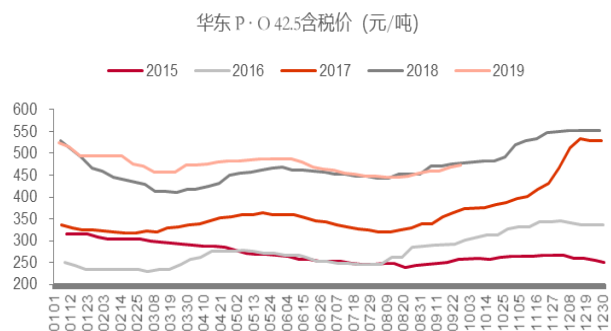


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

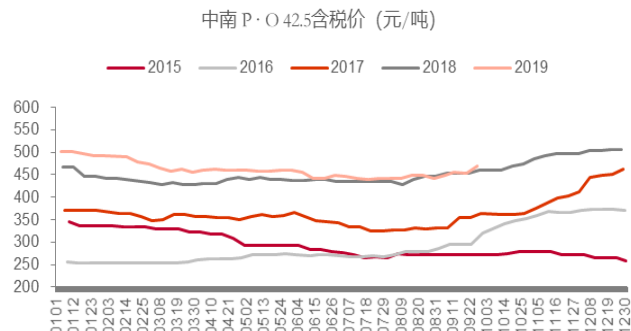
图表 37: 两广水泥价格 (元/吨)



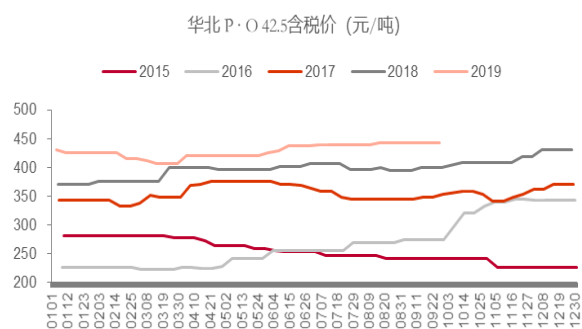
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 38: 华东水泥价格 (元/吨)


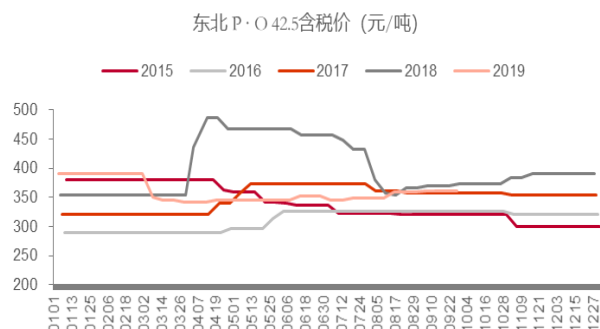
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 39: 中南水泥价格 (元/吨)


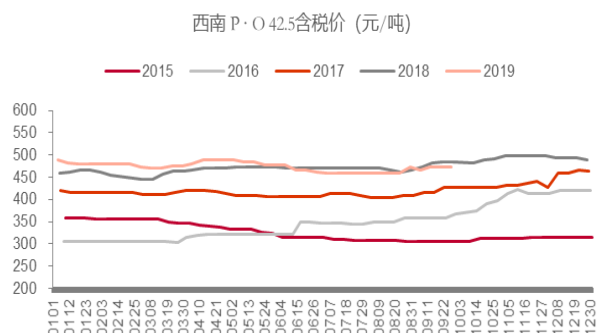
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 40: 华北水泥价格 (元/吨)


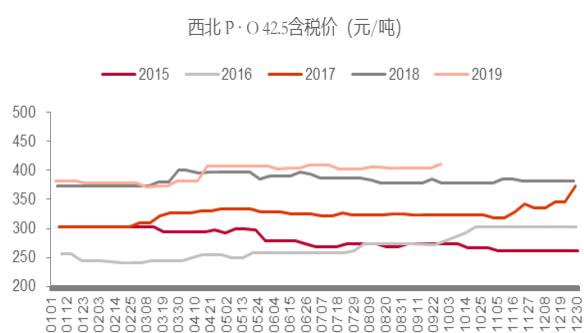
来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 41: 东北水泥价格 (元/吨)


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 42: 西南水泥价格 (元/吨)


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 43: 西北水泥价格 (元/吨)


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

投资思路：降低预期回报率看长做长，贯彻逆周期投资思路

水泥股的“春耕”与“秋收”

- 对于历史上强周期的水泥行业而言，由于近年资产负债表普遍修复，且行业新增产能逐年减少，各区域供给格局有望逐渐稳定。我们也多次阐述过水泥行业供给端与其他周期品存在特性上的差别导致其通过自发供给收缩对冲需求波动的能力较强。而当前由于行业盈利能力较高，且市场对需求的担忧浓厚，导致水泥股普遍估值水平受到影响。但是从资产负债表结构和资产潜在现金流回报的角度看，当前正在逐渐完成资产负债表修复的水泥股，风险补偿是比较高的。
- 历史上对周期股的投资，短期博弈产品价格与盈利方向预期，长期则是投资经济扩张的大趋势中周期品企业的高速成长甚至部分企业的逆势反超，如同“春耕”。但是近年周期股的“顺周期”机会，随着行业生命周期接近后端，而供需曲线波动的逐渐收窄，变得越来越难寻求。而换言之，随着大部分传统周期品的生命周期接近后端，行业格局的固化沉淀，优质周期品企业未来更多将凭借行业成长期积累下的各类护城河，成为持续为股东创造稳定回报的资产，正似“秋收”。“波动”的钱会越来越难赚取，而看长做长赚取公司作为资产的收益反而能够创造惊喜。
- 我们认为海螺水泥外、华新水泥、塔牌集团等几家处于区域成本曲线左侧的龙头公司都是值得关注的，一方面赚取成本优势带来的行业超额收益，另一方面在行业下行期通过兼并收购来实现份额提升。
- **核心标的推荐：海螺水泥、塔牌集团、华新水泥、天山股份、祁连山**

海螺水泥：价值王者，看长做长

- **从海螺水泥自身而言，成长空间仍然较大，资产价值亟待发掘。**公司资产价值高，具备中长期可持续发展的基础，安全边际充足。首先，近年价值逐渐得到重估的石灰石资源是海螺资产负债表中的“一座金山”，而公司所处市场、资源禀赋和“T型”产能布局奠定了公司不可复制的成本优势和市场基础。未来即便水泥需求出现下滑，行业进入新一轮洗牌，海螺近年逐渐增强的竞争优势和行业集中度的提升也划定了公司极强的盈利安全边际，我们认为下一轮盈利的底部也会比2015年周期底部高。公司未来发展空间看点连连。近年积极开拓骨料市场，加强全产业链控制，按照规划到2020年公司力争实现至少1亿吨/年的骨料产能。而在极强的资源禀赋导致海螺水泥发展骨料业务具备极好基础和较大潜力。而公司海外拓展步伐加快，全球布局降低企业经营风险。海螺水泥计划到“十三五”末海外新建产能5000万吨。从国内走向国际，海螺水泥借“一带一路”的东风逐步走向国际化，通过全球布局实现持续扩张。同时近年来在手资本的积累和资产负债表的不断优化，为公司在未来行业下行期的持续整合打下极强基础。而在下一轮洗牌后的海螺销量有望超过4亿吨，实现持续的逆势扩张。
- **海螺水泥是天然的价值土壤。**我们建议投资者从公司内在价值角度出发，看长做长；这也符合成熟市场水泥行业投资的趋势与规律。基于我们一贯的观点，随着传统产业逐渐退出我国经济增长主舞台，水泥行业向龙头集中的大趋势不会发生变化。在未来需求强刺激和供给侧约束逐渐退潮的过程中，海螺等水泥龙头企业的资金结构重要的转变期，近2-3年追求供给侧驱动带来ROE回升的资金会逐渐撤出，而对于投资时长不敏感、追求长期行业格局趋势确定性的和资金则会越来越多。从海螺的预期持有期收益来看，我们认为随着行业需求进入下行通道，实质性的产能去化能够逐步推进，海螺作为行业龙头将明显受益于集中的提升。我们预计到2019年末，公司账面上将拥有超过600亿净现金，若按照目前2200亿的市值测算，公司未来隐含的自由现金流回报仅1600亿，按照海螺未来潜在的盈利水平150-300亿测算，在市场无风险利率下行的背景下，具备盈利稳定性的海螺水泥更加具有吸引力；而未来再经历过一轮周期之后的海螺，市场份额能够继续提升，盈利能力仍有望回到较高水平；同时公司将也在未来逐渐加强分红，提升价值属性。**撇除盈利带来的短期波动影响，长期投资者在整个持有周期能够享受到较为稳定的股息收益回报、以及海螺作为龙头的二次成长红利。**
- 我们预计公司2019-2020的归母净利润分别为320.4、282.5亿元，给予“买入”评级。

塔牌集团：规模+成本优势铸就粤东寡头，资产步入收获期

- 水泥行业已经步入行业生命周期的后端，企业再投资能力与意愿趋弱，行业格局固化，持续向龙头集中的趋势不变。对于部分区域水泥竞争格局已经固化的龙头企业的投资，我们建议降低收益率预期，拉长投资维度，看长做长。塔牌集团作为粤东区域龙头企业，且通过近年的产能扩张，区内竞争力持续增强，且区域内需求仍然有较强挖潜空间；未来有望成为高分红高股息的稳定收益品种。
- 塔牌集团是粤东地区水泥龙头企业，产能布局合理，资源禀赋强，在区域相对封闭的市场下具备极强竞争力。公司拥有广东梅州、惠州，以及福建龙岩（距离梅州基地仅 20km）三大生产基地，是粤东区域的绝对龙头，由于区域地形较为复杂，在相对封闭的粤东市场拥有强势话语权。公司自备石灰石矿山，在行业“熟料资源化”的大趋势中将持续受益。公司近年新增两条万吨线，成本为粤东地区最低的，吨成本较区域内 5000t/d 生产线成本低约 20 元。成本和规模具备绝对领先下，公司在区域内的话语权大幅加强，从战略选择上无论是对于竞争对手的战略威慑还是真正开启价格战挤出竞争对手，都具备足够的实力。而粤东沿海的粉磨站实力也无法对塔牌的销售渠道形成有效冲击，未来公司在粤东将立于不败之地。
- 公司长久以来重视水泥工艺提升、经营效率优异。公司的水泥熟料产线先进，单体规模大；销售模式结合区域以基建、农村为主的特点，通过经销为主、直销为辅，以及在区域重点工程中拥有的领先地位，保证了公司的销售渠道，吨销售费用极低。
- 粤东区域的水泥需求潜力较高，大湾区的建设也有望进一步拉动区域水泥需求。在区域基建设施较为薄弱的情况下我们预计区域水泥需求未来发展空间大。2019 年四季度，预计公司的第二条万吨线投产后公司在区域内市占率有望进一步扩大至 60%，持续提升公司的竞争力。
- 资产负债表修复程度好，现金流回报高，分红潜力较大，公司资产价值具备重估空间。按照公司目前市值扣除在手现金，整体隐含的现金流折现回报要求仅为不足 90 亿，按照未来公司每年净现金流入 8-20 亿的假设，整体资产端安全边际较高。随着资本开支减少，公司未来分红比例有望维持较高水平（2018 年近 59%）。
- 我们预计公司 2019-2020 的归母净利润分别为 14.8、16.2 亿元，给予“增持”评级。

华新水泥：产业链延伸先锋，价值与成长共舞

- 我们认为 2019 年区域内的供需两端高韧性有望推升公司盈利百尺竿头更进一步，而华新水泥作为行业创新先锋，中期发展上同样具备较多看点。
- 水泥主业：供需两端韧性有望超预期，延长水泥景气周期。从供给端看，华新水泥的核心业务区域中，错峰生产政策具备连续性；沿江水泥行业近年集中度的快速提升，导致行业自发的产能调控能力增强，虽然行政性的错峰生产逐渐从“一刀切”转向“因地制宜”，但是水泥行业自身的供给强韧性将有望使得产能约束维持高位；需求端，华新主要销售区域房地产潜在库存较低，2019 新开工水平具备支撑，较好的库存去化和较高的期房销售占比使得 2019-2020 年房地产后端的水泥的需求具备一定总量刚性；与此同时，政府主导的信用扩张有望带来基建回暖，对区域水泥需求形成支撑。成本端看，由于区域缺煤，华新历史上煤炭依赖外运整体成本较高，而我国新的一条核心运煤大通道蒙华铁路预计将于 2019-2020 通车运营，途径湖北，有望为公司带来燃料成本端的改善。
- 水泥窑协同处置：长期看政府提升环保与可持续发展权重趋势不改，公司布局长远，环境正外部性有望逐渐重估。目前华新协同处置生活垃圾处于略亏状态，核心原因在于政府补贴仍然处于较低水平；而从公司处置的废弃物产品结构看，未来将逐渐提升危废比例。对标垃圾焚烧发电，水泥窑协同处置废弃物的功能更完善、处理效果更好、利用率更高，然而水泥企业并没有因此获得适当的补贴，我们认为随着未来政府在发展思路中对环保和可持续发展的权重持续增加，具备水泥窑协同处置的公司拥有向上的政策期权，有望逐渐增厚盈利。
- 骨料&制砖业务：原材料资源价值持续增强，产业链延伸打造新的盈利看点。随着近年政府逐渐重估资源价值，公司骨料产能不断扩张，高毛利率的骨料产品将为公司贡献更多利润。公司同时探索使用骨料矿山废弃物进行制砖，变废为宝，与骨料形成良好的协同效应，优化资源利用效率。
- 根据年报指引，2019 年公司计划销售水泥及商品熟料 7,296 万吨，混凝土 368 万方，骨料 2,662 万吨，环保业务总处置量达到 304 万吨。2019 年公司计划投资 50 亿元，主要增长点在水泥、骨料和新材料业务。其中水泥业务主要是进一步扩展海外项目和进行旧产能置换，计划建设尼泊尔和乌兹别克斯坦项目，完成湖北黄石和云南禄劝旧产能置换项目的建设；继续扩张骨料项目，同时大力发展新材料业务。
- 我们预计公司 2019-2020 的归母净利润分别为 66.1、55.7 亿元，给予“增持”评级。

天山股份：独立市场+高集中度，盈利延续性可期

- **新疆区域近年的竞合“新常态”为盈利保驾护航，信用扩张可能带动需求弹性：**新疆从地理条件来看，是我国水泥行业相对独立的市场，由于外部冲击少，本身是利于行业格局稳定的；但是从历史上看，在 2015 年以前，由于区域内的新增产能较多，而需求由于基建投资强度的减弱逐年降低，区域内供需关系恶化明显；而 2015 年以来随着政府严禁水泥产能新增，区域竞争格局开始逐渐固化，同时由于极低的天然产能利用率，导致供给侧约束持续增强（无论是自发的企业协同还是自上而下的政府错峰生产）；新疆 2019 年强力的错峰生产政策比历史上仍然有所加强，仍将是区域内供给的安全垫；而区域内龙头企业竞合的“新常态”基本形成，区域内价格波动减少；而 32.5 标号水泥在新疆区域的取消也将一定程度上有利于优化区域的行业格局。**需求端**，经历了过去几年的“维稳”和信用紧缩，2019 年区域经济增长有望重新作为主角登上舞台，基建有望发力带来需求弹性，实际产能利用率（错峰生产压减了大部分产能）有望稳步回暖带动企业盈利进一步提升。
- **江苏地区供需两端强“韧性”维持区域盈利能力：**公司在江苏虽然只有 4 条生产线，但在华东区域水泥高景气的环境下为企业贡献了较多盈利。从江苏省的供给端看，我们认为江苏的环保压力有望促使 2019 年的错峰生产力度持续。需求端看，由于 2018 年江苏省地产新开工增速高达 20%，2019 年有望逐渐向后端传导，地产需求对于江苏省水泥的需求具备较强支撑作用；基建端看，区域内基础设施建设的规划增速较高，有望为水泥需求托底。
- **公司经营内生改善明显，促盈利能力提升：**公司近年针对自身产能利用率较低的情况，对部分生产线计提减值，降低历史负担；与此同时，随着区域盈利的回升，公司资产负债率稳步下行，同样增厚了公司盈利能力。
- 我们认为新疆水泥行业历史上格局最差的时候已经过去，区域内大范围的产能新增几乎不会再现，“存量格局”下相对封闭的市场、以及水泥行业自身强产能控制力将有望稳定天山股份的盈利能力；如果基建疏通信用成为 2019 年主旋律，新疆作为“一带一路”的重要战略地位有望迎来需求弹性。
- **我们预计公司 2019-2020 的归母净利润分别为 17.6、16.0 亿元，给予“增持”评级。**

祁连山：甘青水泥龙头，19H2 需求有支撑

- **展望未来，我们预计供需韧性仍有望持续。**甘青地区 2018 年项目停工情况较多，2019 年甘肃、青海政府工作报告中“补短板”与“乡村振兴”仍然是主要方向；2019 年上半年甘肃基建发力带动公司水泥产销量同比大幅增长，根据国家统计局公布的 2019 年甘肃省水泥产量增速，上半年同比增长 16.3%，下半年在地产需求逐步走弱的背景下，我们预计增速将小幅回落，但韧性犹在。从供给端看，区域存量博弈格局延续，错峰政策的延续也有利于公司盈利能力维持稳定。
- **2019-2020 年公司新建产线逐步投产将为公司贡献增量利润。**公司目前有 2 条新增\改建产线，分别是西藏中材祁连山年产 120 万吨熟料产线（有望于 2020 年投产）、拉萨城投祁连山年产 120 万吨熟料产线（有望于 2020 年投产），另有甘肃天水淘汰落后异地改建 4500t/d 熟料产线已于 2019 年 3 月底投产。西藏目前水泥价格仍然较高，盈利能力较强，公司在西藏的产线逐步投产后盈利能力有望继续提升。
- **公司未来多元化发展路径有望提升公司综合竞争力。**公司准备加快开展水泥窑协同处置城市生活垃圾项目，力争“十三五”期间改造完成 2-3 条的水泥窑协同处置危废生产线，同时大力发展骨料、墙材等产业，争取打造更多的盈利增长点。
- **我们预计公司 2019-2020 的归母净利润分别为 11.8、10.2 亿元，给予“增持”评级。**

风险提示

- **宏观经济大幅下滑预期：**建筑材料行业大多数细分子行业与地产销售、新开工、竣工等关联度极高，如果地产销售出现大幅下滑，将会对建筑材料的相关需求带来不利影响。
- **限产放松、新增产能风险：**建筑材料行业中大多数细分子行业近年受供给侧改革影响，产能新增、现有产能发挥均受到明显抑制；随着经济压力增大、供给侧改革取得阶段性成果，整体行政化产能约束逐渐有所淡化，如果大幅出现放松，将会对当前行业整体较高盈利中枢带来明显冲击。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。