

建筑材料

证券研究报告

2019年10月20日

华南需求恢复明显，北方错峰即将展开

近日各省市9月水泥、熟料单月及累计产量数据公布，我们梳理要点如下：

(1) 华北单月同比下滑6.14%，累计同比提高11.50%，其中，京津冀单月下滑幅度较大，分别达到-47.2%、-17.97%、-12.85%，主因70周年庆典活动影响，水泥企业陆续执行停窑限产，同时下游北京、天津工地也于9月开始逐步停工，此外环保减排也是原因之一，例如9月24日河北省11市启动重污染天气应急响应。内蒙8、9月连续保持单月8%以上增幅，我们认为与本地项目支撑以及外运量加大有关，例如今年8月6日首趟装载2800吨散装水泥的专列从内蒙呼和浩特沙良货运站出发至北京丰台西货运站。

供给方面，近日生态环境部印发《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，不提“错峰”不代表没有停产安排，各省市错峰安排一般由地区内工信厅和生态环境部门下发，时间一般在10月及以后，黑龙江省已印发错峰文件，错峰力度不用过度担心。需求方面，京津冀地区受益地产投资同比回暖与基建项目开工，例如1-8月河北房屋新开工面积累计同比增长16.4%，考虑到今年华北新开工继续较快增长，预计下阶段重点偏向雄安新区建设，今年是雄安从以规划为中心向以建设为中心的转换年，整体建设进程值得期待，建议关注龙头冀东水泥、金隅集团。

(2) 我们一直看好的华东地区9月同比增长5.68%，累计增长9.34%，其中长三角（江浙沪皖）地区单月增长3.88%，累计增长9.1%，三季度实现同比增长9.21%。具体地，长三角地区9月近3840万吨产量，其中浙江产量单月增幅最大，达到7.46%，累计同比增长6.03%，而浙江1-8月累计房屋新开工面积增速3.5%，增速出现较大幅度回落，此外继续关注2022年亚运会带来的市政建设增量；江苏单月产量微幅增长0.59%，累计增速11.76%，而1-8月房屋新开工面积增速为下滑7.2%，延续年初以来的下滑态势，水泥同比变化主要来自去年间歇停产导致的基数波动；安徽单月产量微幅增长4.52%，累计增速9.39%，1-8月房屋新开工面积增速为增长2.7%，此外与去年9月5日-11日芜湖地区水泥企业停窑限产也有一定关联。短期价格、库存方面，根据中国水泥网统计，浙江、安徽、江苏地区9月熟料库容比均值为39%，同比下降3个百分点，9月旺季涨价明显，浙江、安徽、江苏地区均价同比提高16元/吨，环比提高20元/吨，三季度水泥均价同比提高14元/吨。长期角度，长三角需求逻辑可类比广东，人口集聚经济发达，需求与资金条件共同具备。江西、福建受雨水天气影响，前期需求积压，放晴后增长明显，例如9月江西、福建单月增幅分别为8.64%、14.38%，目前南昌、福州、宁德、三明等地区已开展第四轮上调，赣东北已进行五轮上调。

(3) 华南地区天气从同比、环比角度看均有改善，下游需求恢复明显。广东、广西单月产量同比大幅增长18.24%、14.43%，累计同比+2.4%、2.69%，同受天气干扰严重的还包括湖南，产量单月、累计增长8.84%、0.04%，截止目前长株潭地区已完成3轮上调，累计100-110元/吨。云南单月同比增长11.03%，与新增产能有一定关联。河南主要受限产影响，单月下滑14.79%。湖北因10月军运会影响，武汉市供需双限，9月存在赶工需求，单月同比增长5.23%。前期受雨水压制地区转晴后需求反弹明显，符合我们前期预判，出现类华东3月底需求集中释放、企业发货节奏加快的情景，尤其是广东市场。我们认为同样逻辑继续适用于明年上半年，继续关注气候变化。

(4) 西北、东北地区单月产量分别同比增长2.91%、6.05%，累计增长8.86%、13.48%。增幅趋势减缓，销量弹性不及前期，与基数、天气、需求均有关联，11-12月密集进入秋冬限产，预计力度同比持平。

投资建议：基建投资预期向上，社融表现超市场预期，建材上下游资金流动性有望改善。关注水泥普涨行情，弹性角度关注雨水负面影响较大的区域，治超尚未形成独立影响，预计利好水路运输，后续进展有待观察。建议继续关注海螺水泥、祁连山、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥、天山股份。

风险提示：天气变化对需求的影响不及预期；基建增速不及预期。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

李阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519060001
yanglitf@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业点评:旺季如期而至,基建预期向上,竣工连续回暖》 2019-10-18
- 2 《建筑材料-行业研究周报:供给侧影响助推旺季行情,关注水泥板块》 2019-10-12
- 3 《建筑材料-行业研究周报:基建加码需求延续,重视水泥旺季涨价行情》 2019-09-29

1. 要点梳理

事件：近日各省市 9 月水泥、熟料单月及累计产量数据公布，我们梳理要点如下：

(1) 华北单月同比下滑 6.14%，累计同比提高 11.50%，其中，京津冀单月下滑幅度较大，分别达到-47.2%、-17.97%、-12.85%，主因 70 周年庆典活动影响，水泥企业陆续执行停窑限产，同时下游北京、天津工地也于 9 月开始逐步停工，此外环保减排也是原因之一，例如 9 月 24 日河北省 11 市启动重污染天气应急响应。内蒙古 8、9 月连续保持单月 8% 以上增幅，我们认为与本地项目支撑以及外运量加大有关，例如今年 8 月 6 日首趟装载 2800 吨散装水泥的专列从内蒙呼和浩特沙良货运站出发至北京丰台西货运站。

表 1：华北地区单月、累计水泥产量表现

地区	9 月		1-9 月累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
华北	2,044.28	-6.14	14,772.40	11.50	8.74
北京市	20.34	-47.20	243.50	-16.21	0.14
天津市	57.67	-17.97	501.98	8.04	0.30
河北省	994.06	-12.85	7,745.34	9.66	4.58
山西省	499.88	-1.50	3,692.18	19.71	2.18
内蒙古	472.33	12.20	2,589.41	10.35	1.53

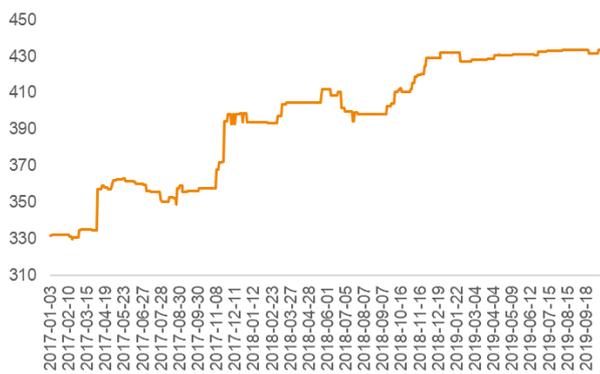
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

供给方面，近日生态环境部印发《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，对比《征求意见稿》以及去年同期下发的 2018-2019 年阶段性文件，我们总结与水泥行业关联较大的要点包括：(1) 总目标力度同比加大，相对《征求意见稿》有所放宽，例如 2018-2019 年设立目标没有完成，PM2.5 平均浓度(目标-3%，实际+6.5%)，重污染天数(目标-3%，实际+36.8%)，因此 2019-2020 年目标力度更大(PM2.5 下降 4%，重污染天数减少 6%)，但是相比预案放松(预案是 PM 2.5 下降 5.5%，重污染天数同比减少 8%)；(2) 该文件不提“错峰”不代表没有停产安排，更强调“标本兼治”，去产能同比增加，仅看水泥行业，石家庄(2019 年 12 月底前退出 260 万吨，vs 2018 年 12 月底前退出 350 万吨)，唐山(退出 150 万吨，vs 无)，邯郸(淘汰水泥粉磨站产能 70.3 万吨、水泥熟料产能 18 万吨，vs 无)，保定(淘汰 4 万吨，vs 无)，聊城(落实相关要求，vs 无)，济宁(无，vs 按任务执行)，郑州(压减 36 万吨，vs 力争压减产能 30%)，新乡(启动新乡市太阳石水泥 2000 吨/天的水泥生产线淘汰工作、2020 年底完成淘汰任务，vs 无)；(3) 虽不提水泥统一错峰，但不可忽视重污染天气的应急预案要求，强调一厂一策、减排等；需要注意的是，各省市错峰安排一般由地区内工信厅和生态环境部门下发，时间一般在 10 月及以后，黑龙江省已率先印发错峰文件。(4) 钢铁、玻璃、陶瓷、涂料等 15 个行业有明确绩效分级指标，按 ABC 应急管理，水泥不含在内；(5) 强调公转铁，目前和钢铁、煤炭、矿石等行业更为相关。

需求方面，华北尤其京津冀地区受益地产投资同比回暖与基建项目开工，例如 1-8 月河北房屋新开工面积累计同比增长 16.4%，考虑到今年华北新开工继续较快增长，预计下阶段重点偏向雄安新区建设，今年是雄安从以规划为中心向以建设为中心的转换年，整体建设进程值得期待，建议关注龙头冀东水泥、金隅集团。

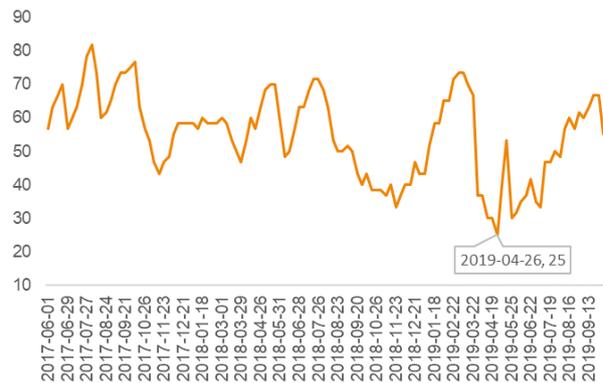
短期价格、库存方面，根据中国水泥网统计，河北地区 9 月熟料库容比均值为 64%，同比提高 18 个百分点，大庆影响供需双限所致，9 月水泥价格基本稳定在高位，同比提高 31 元/吨，三季度水泥均价同比提高 33 元/吨。

图 1：河北水泥价格当天值（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 2：河北熟料库容比（%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

(2) 我们一直看好的华东地区 9 月同比增长 5.68%，累计增长 9.34%，其中长三角（江浙沪皖）地区单月增长 3.88%，累计增长 9.1%，三季度实现同比增长 9.21%。具体地，长三角地区 9 月近 3840 万吨产量，其中浙江产量单月增幅最大，达到 7.46%，累计同比增长 6.03%，而浙江 1-8 月累计房屋新开工累计面积增速 3.5%，增速出现较大幅度回落，此外继续关注 2022 年亚运会带来的市政建设增量；江苏单月产量微幅增长 0.59%，累计增速 11.76%，而 1-8 月房屋新开工面积增速为下滑 7.2%，延续年初以来的下滑态势，水泥同比变化主要来自去年间歇停产导致的基数波动；安徽单月产量微幅增长 4.52%，累计增速 9.39%，1-8 月房屋新开工面积增速为增长 2.7%，此外与去年 9 月 5 日-11 日芜湖地区水泥企业停窑限产也有一定关联。

短期价格、库存方面，根据中国水泥网统计，浙江、安徽、江苏地区 9 月熟料库容比均值为 39%，同比下降 3 个百分点，9 月旺季涨价明显，浙江、安徽、江苏地区均价同比提高 16 元/吨，环比提高 20 元/吨，三季度水泥均价同比提高 14 元/吨。**长期角度**，长三角需求逻辑可类比广东，人口集聚经济发达，需求与资金条件共同具备。

表 2：长三角地区水泥产量表现

地区	9 月单月		1-9 月累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
长三角	3,673.87	12.78	23,680.36	10.4	18.76
上海市	36.24	-2.26	243.53	7.62	0.19
江苏省	1370.24	25.05	8939.94	14.44	7.08
浙江省	1091.81	2.74	7049.58	5.56	5.58
安徽省	1175.59	10.69	7447.31	10.53	5.90
今年第三季度（7-9 月）					
地区	Q3 产量(万吨)	同比增长(%)			
长三角	11,298.92	9.21			
上海市	104.34	-9.16			
江苏省	4049.48	14.03			
浙江省	3475.11	6.43			
安徽省	3670.00	7.48			

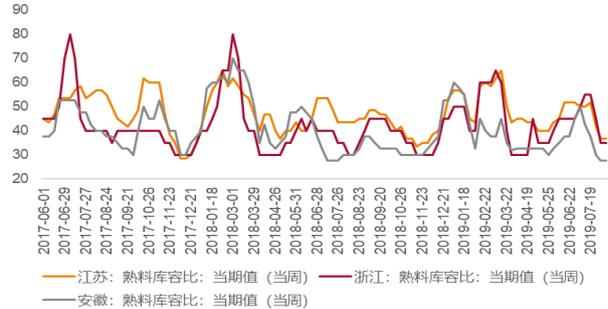
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 3：长三角地区水泥价格当天值（元/吨）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

图 4：长三角水泥库存比（%）



资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

江西、福建受雨水天气影响，前期需求积压，放晴后增长明显，例如 9 月江西、福建单月增幅分别为 8.64%、14.38%，目前南昌、福州、宁德、三明等地区已开展第四轮上调，赣东北地区已进行第五轮上调。山东水泥产量单月同比增长 3.59%，累计增长 15.97%，受 8 月 17 日开始的停窑 20 天影响，熟料单月产量同比下降 12.19%。

(3) 华南地区天气从同比、环比角度看均有改善，下游需求恢复明显。广东、广西单月产量同比大幅增长 18.24%、14.43%，累计同比增长 2.4%、2.69%，同受天气干扰严重的还包括湖南，产量单月、累计增长 8.84%、0.04%，截止目前长株潭地区已完成 3 轮上调，累计幅度 100-110 元/吨。云南单月同比增长 11.03%，与新增产能有一定关联。河南主要受限产影响，单月下滑 14.79%。湖北因 10 月军运会影响，武汉市供需双限，9 月存在赶工需求，单月同比增长 5.23%，1-9 月累计同比 7.7%。

前期受雨水压制地区转晴后需求反弹明显，符合我们前期预判，出现类华东 3 月底需求集中释放、企业发货节奏加快的情景，尤其是广东市场。我们认为同样逻辑继续适用于明年上半年，继续关注气候变化。长期角度，基建发力背景下，广东财政实力强，资金担忧少于其他地区，人口绝对数领先全国、出生率较高、结构年轻化，可决定水泥需求长期稳健支撑，并且具备大湾区等政策利好。我们建议关注港股华润水泥及塔牌集团。弹性品种华新水泥主要覆盖的区域需求旺盛，继收购拉法基中国在云南、贵州、重庆工厂后，公司西南地区竞争力显著增强。华新已率先布局西藏，9 月单月西藏同比增幅 24.36%，累计增幅 23.54%。

表 3：华南、西南、华中地区单月、累计水泥产量表现

地区	9 月		1-9 月累计		
	本月产量 (万吨)	同比增长 (%)	累计产量 (万吨)	同比增长 (%)	占全国比重 (%)
华南	2,688.98	12.41%	21,299.22	0.90%	12.60
广东省	1,463.97	18.24	11,574.88	0.99	6.85
广西区	1,070.17	14.43	8,332.80	3.65	4.93
海南省	154.839188	-29.19	1,391.54	-13.47	0.82
西南	3,778.09	5.60%	33,082.32	4.19%	20.84
重庆市	582.66	3.68	4,818.17	4.83	2.85
四川省	1144.37	1.01	10,355.26	3.31	6.12
贵州省	950.06	5.17	7,829.93	-2.06	4.63
云南省	976.05	11.03	9,219.41	9.21	5.45
西藏区	124.94	24.36	859.56	23.54	0.51
华中	3045.72	0.03%	24,498.43	5.28%	14.49
河南省	830.59	-14.79	8,211.91	8.20	4.86
湖北省	1103.46	5.23	8,448.45	7.70	5.00
湖南省	1111.67	8.84	7,838.07	0.04	4.64

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

(4) 西北、东北地区单月产量分别同比增长 2.91%、6.05%，累计增长 8.86%、13.48%。增幅趋势减缓，销量弹性不及前期，与基数、天气、需求均有关联，11-12 月密集进入秋冬限产，预计力度同比持平。

例如黑龙江省近日发布《关于做好黑龙江省 2019-2020 年采暖期水泥错峰生产工作的通知》，时间范围：2019 年 10 月 20 日至 2020 年 4 月 20 日，执行企业范围：省内所有水泥熟料生产企业（含电石渣），协同处置或危废处置的产线除外。

表 4：西北地区单月、累计水泥产量表现

地区	9 月		1-9 月累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
西北	1,998.93	2.91	13,795.24	8.86	8.16
陕西省	591.57	2.88	4,944.13	9.05	2.92
甘肃省	484.06	3.77	3,329.07	14.45	1.97
青海省	172.25	0.30	1,056.52	0.97	0.62
宁夏区	219.18	8.71	1,436.75	5.38	0.85
新疆区	531.87	0.83	3,028.77	7.38	1.79

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

表 5：东北地区单月、累计水泥产量表现

地区	9 月		1-9 月累计		
	本月产量(万吨)	同比增长(%)	累计产量(万吨)	同比增长(%)	占全国比重(%)
东北	1,205.24	6.05	6,384.75	13.48	3.78
辽宁省	594.37	3.51	3,368.19	10.44	1.99
吉林省	248.81	7.27	1,448.99	30.31	0.86
黑龙江	362.05	9.60	1,567.58	7.01	0.93

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 投资建议

基建投资预期向上，社融表现超市场预期，建材上下游资金流动性有望改善。9 月新增社融 2.27 万亿，存量社融增速 10.8%，显著高于市场预期。其中，企业中长期贷款继续改善，预计基建融资需求部分贡献，10 月 15 日央行 2019 年第三季度金融统计数据新闻发布会提到“9 月末基础设施行业的中长期贷款同比增长 8.9%，比上年末高 0.3 个百分点，这个速度是今年以来的高点”。下游需求的集中化提高产业链对资金的敏感程度，例如水泥行业体现在农村自建房的减少与重点工程的增加，消费建材体现在精装集采以及装修公司对个人装修模式的替代。资金对建材行业影响，从产业链角度看，包括（1）制造业信贷支持与资金周转实力；（2）经销端垫资承受能力影响销售意愿；（3）需求端结算时长与兑付风险。而地产链与基建链也应一分为二看，地产链资金收紧压力持续背景下，我们认为未来一段时间建材投资主线是集中度提升，磨底期间市场手段去产能，同时也是新商业模式形成期。**基建链短期继续受益逆周期调节力度，重点工程、市政工程有望加大投入，增量有空间保障竞争程度不及地产链激烈，短期盈利具备稳定性。**

短期关注水泥普涨行情，弹性角度关注雨水负面影响较大的区域，例如广东、湖南及江西。此外，辽宁及无锡超载引发交通事故，部分地区严厉治超，我们判断对水泥行业影响偏正面，特别是辽宁南下水泥熟料有望控制，以及原材料、辅料等运输费用增加，不排除从成本端支撑水泥价格上行，但目前治超尚未形成独立影响，后续进展有待观察。此外，秋冬季错峰生产执行力度有望维持，除黑龙江外，还包括山东枣庄发布秋冬错峰生产方案，全市水泥（含粉磨）错峰时间为 2019 年 11 月 15 日-2020 年 3 月 15 日，跨度 4 个月等。我们对今年水泥量价判断保持不变，行业整体需求大幅下跌可能性小，盈利稳定性有望超预期。当前水泥板块基建端需求边际向好，旺季价格上涨利好企业盈利，建议继续重点关注

海螺水泥、祁连山、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥、天山股份。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com