

# 水泥制造行业点评报告

## 华东淡旺季切换，中南灾后重建 增持（首次）

2020年07月30日

证券分析师 杨件

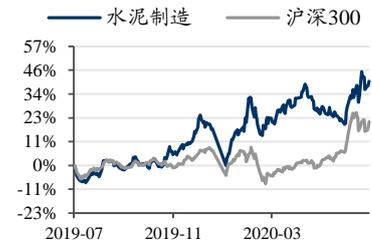
执业证号：S0600520050001

13166018765

### 投资要点

- 华东水泥行情蓄势抬头。**据中国水泥网，华东地区第 29 周水泥价格指数维持上周的 135.95 水平，而同期全国价格指数环比下降 0.55%；同期磨机开工率、发运率、库容比分别为 59.05%、72.50%、78.00%，表现强于全国均值 56.63%、71.20%、64.77%，周环比也逆势上扬，成为全国六大地区中的亮点。
- 华东水泥淡旺季切换弹性大。**1) 综合历史价格表现，我们认为水泥行业供需关系受季节影响显著，具有明显的淡旺季交替周期，雨季的结束意味着水泥行业走出淡季，目前华东地区江西、山东、江西等省份陆续退出雨季，释放出市场淡旺季切换的前征信号。2) 根据历史数据，华东地区水泥行业各指标长期优于全国平均水平，且季节性波动弹性最大。年初至今华东地区水泥价格降幅达 23.77%，高于全国降幅 15.07%；磨机运转率方面，华东地区 4 月 30 日达到 83.46% 的峰值，高于全国 5 月 21 日 73.32% 的峰值；发运率方面，华东地区 4 月 30 日达到 100.67% 的峰值，高于全国 5 月 22 日 83.20% 的峰值；水泥库容比方面，华东地区极值分别为 53.24% 与 71.52%，极差为 18.28 个百分点，同期全国极值分别为 53.89% 与 62.13%，极差为 8.24 个百分点。
- 华东六省一市发力新基建。**从华东各省市实际发展情况来看，高铁、高速公路建设水平较高，但高等级高速公路、乡村公路、城际轨道交通等方面则较为欠缺，华东地区本轮投资主要起到“查漏补缺”的作用。2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，也是加快建设交通强国的紧要之年。2019 年，国务院印发《交通强国建设纲要》提出完善城市群快速公路网络，《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》提出进一步提升省际公路通达能力，我们预计 2020 年交通运输投资建设仍将是重点。
- 中南六省受灾严重。**近期我国长江、珠江流域发生大范围汛情，洪涝灾害对我国中南地区省份经济发展带来较大影响。据应急管理部消息，7 月份以来洪涝灾害造成江西、安徽、湖北、湖南、重庆、贵州等 24 省（区、市）2027.2 万人次受灾，23 人死亡失踪，176.4 万人次紧急转移安置；1.2 万间房屋倒塌，8.9 万间不同程度损坏；农作物受灾面积 2207.5 千公顷，其中绝收 380.6 千公顷；直接经济损失 491.8 亿元。
- 灾后重建需求旺盛。**回顾历年我国长江、黄河流域汛期洪涝灾害造成的直接经济损失占当年基建投资完成比重，我们认为洪涝灾害造成的直接经济损失与其在当年基建投资完成额中的占比虽无显著的关联性，但由于洪涝灾害受灾面积大、影响产业范围广、持续时间长，灾后重建对基建投资能起到一定的支撑作用。7 月 13 日，国家出台政策部署了今年及后续 150 项重大水利工程建设，总投资约 1.29 万亿元，预计能够带动直接和间接投资约 6.6 万亿元，建成后预计可新增防洪库容约 90 亿立方米，治理河道长度约 2950 公里。我们认为，在建和新开工水利工程的加速落地将刺激对水泥的需求。
- 投资建议：**下半年水泥供需依然向好，一是受益政府专项债等政策刺激以及基建项目审批放量，二是前期水泥叠加导致企业主动错峰限产，三是长江中下游地区洪灾结束后的灾后重建。投资思路上看好两大区域的边际变化：华东（淡旺季切换弹性最大）、中南（灾后重建最受益），标的上峰水泥、塔牌集团、万年青、华新水泥、海螺水泥等。
- 风险提示：**下半年基建开工低于预期，房地产开工下滑。

### 行业走势



### 相关研究

## 1. 华东地区：淡旺季切换弹性最大

### 1.1. 水泥行情蓄势抬头

近期，随着江西、山东、江西等省份陆续退出雨季，华东地区雨季呈现收尾趋势，我们看好雨季结束后地区水泥行情。据中国水泥网，华东地区第 29 周水泥价格指数维持上周的 135.95 水平，而同期全国价格指数环比下降 0.55%；同期磨机开工率、发运率、库容比分别为 59.05%、72.50%、78.00%，表现强于全国均值 56.63%、71.20%、64.77%，周环比也逆势上扬，成为全国六大地区中的亮点。

表 1: 上周华东地区水泥行业关键指标 (单位: %)

|         | 地区 | 第 29 周 | 第 28 周 | 环比变化  |
|---------|----|--------|--------|-------|
| 水泥磨机开工率 | 全国 | 56.63  | 59.74  | -3.12 |
|         | 华东 | 59.05  | 57.50  | 1.55  |
| 水泥发运率   | 全国 | 71.20  | 69.88  | 1.32  |
|         | 华东 | 72.50  | 68.07  | 4.43  |
| 水泥库容比   | 全国 | 64.77  | 63.34  | 1.43  |
|         | 华东 | 78.00  | 76.71  | 1.29  |

数据来源：中国水泥网，东吴证券研究所

### 1.2. 水泥淡旺季切换弹性大

回顾 2019 年，全国水泥价格指数通常在 6 月进入淡季，8 月实现触底反弹，期间我国大部分地区都处于雨季，受天气影响工程不能正常施工，水泥需求减弱，而同期磨机开工率居于高位，造成市场供过于求，库存水平上升，价格走低。综合 2019 年同期全国及华东地区水泥各主要指标表现，我们认为水泥行业供需关系受季节影响显著，会随时令呈现出明显的淡旺季交替周期，雨季的结束意味着水泥行业走出淡季，目前华东地区江西、山东、江西等省份陆续退出雨季，释放出市场淡旺季切换的前征信号。

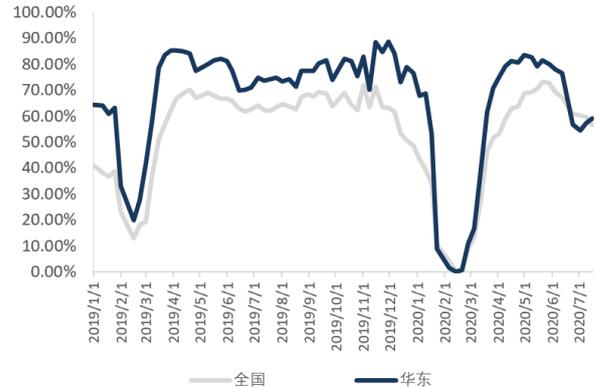
根据历史数据，华东地区水泥行业各指标长期优于全国平均水平，且波动弹性大。价格指数方面，年初至今华东地区水泥价格 135.95，略低于全国指数 137.22，降幅达 23.77%，高于全国降幅 15.07%；磨机运转率方面，华东地区 4 月 30 日达到 83.46% 的峰值，高于全国 5 月 21 日 73.32% 的峰值；发运率方面，华东地区 4 月 30 日达到 100.67% 的峰值，高于全国 5 月 22 日 83.20% 的峰值；水泥库容比方面，华东地区极值分别为 53.24% 与 71.52%，极差为 18.28 个百分点，同期全国极值分别为 53.89% 与 62.13%，极差为 8.24 个百分点，华东地区波动幅度更大。综合来看，华东地区水泥市场的弹性更大。

图 1：华东地区与全国水泥价格指数



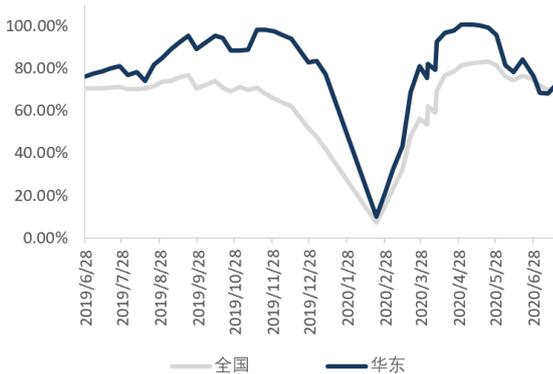
数据来源：中国水泥网，东吴证券研究所

图 2：华东地区与全国磨机运转率



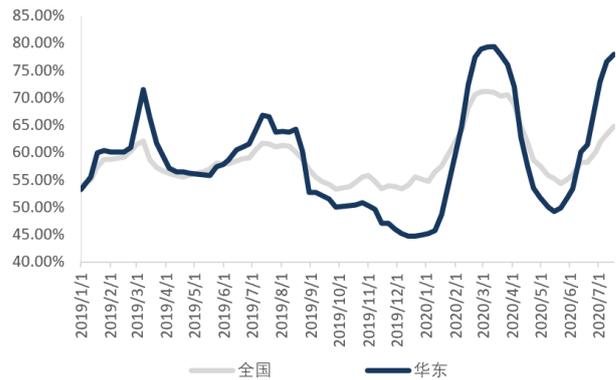
数据来源：中国水泥网，东吴证券研究所

图 3：华东地区与全国运发率



数据来源：中国水泥网，东吴证券研究所

图 4：华东地区与全国水泥库容比



数据来源：中国水泥网，东吴证券研究所

### 1.3. 六省一市发力新基建

“新基建”概念自 2018 年首次提出以来，受到社会各界的广泛关注和讨论，较为普遍的观点认为应该把它作为疫情形势下推动经济发展的支撑和龙头，作为我国经济的排头兵，华东各省市更是纷纷发布专项文件力挺 5G、人工智能等前沿科技产业作为发展重点——我们认为，虽然政府在疫情强烈冲击经济的时期大力推行新基建政策，发展前沿科技产业，但不能忽略老基建对新基建的支撑地位，以及新基建政策立足于服务我国未来经济发展的这一根本出发点，从国家战略高度和促进疫后经济加快发展的要求考虑，“新基建”、“老基建”应统筹考虑，并重齐抓，一体推动经济恢复与发展。

表 2: 2019 年华东六省一市主要经济指标

| 省市  | GDP 总量 (亿元) | 人均可支配收入 (元) |
|-----|-------------|-------------|
| 上海市 | 38155.32    | 69442       |
| 安徽省 | 37114       | 37540       |
| 江苏省 | 99632       | 41400       |
| 山东省 | 71068       | 31597       |
| 浙江省 | 62352       | 49899       |
| 福建省 | 42395       | 35616       |
| 江西省 | 24757.5     | 12644       |

数据来源: 人民网, 东吴证券研究所

目前华东地区各省市均已公布 2020 年新基建重点投资计划:

上海市: 上海市 2020 年重点项目清单中正式项目 152 项, 其中城市基础设施类 57 项。主要内容有: 加快建设机场联络线、崇明线、14 号线等 172 公里轨道交通线; 建成 10 号线二期、15 号线、18 号线部分区段共 67 公里轨道交通线。开工建设 S4 公路扩建等工程; 加快建设 S3 公路、沿江通道、北横通道、沪通铁路上海段等重要基础设施。推进北外滩综合改造工程。

安徽省: 安徽省今年计划投资超过 700 亿元用于公路水运等重点领域项目建设, 建设高速公路 1247 公里, 新改建普通国省干线公路 3800 公里, 新增一级公路通车里程 300 公里以上, 建成农村公路扩面延伸工程 1.1 万公里。全年新开工亿元以上重点项目 1800 个以上、竣工 700 个以上。

福建省: 福建省确定 2020 年度省重点项目 1567 个, 总投资 3.84 万亿元, 年度计划投资 5005 亿元, 其中交通类项目 117 个。“十三五”期间, 福建省投资总规模达到 4600 亿元以上, 交通运输投资即将达到 900 亿元规模, 力争 1000 亿元, 高速公路计划新增通车里程 400 公里以上, 实现高速公路通车里程突破 6000 公里, 铁路在建和运营里程突破 5000 公里。

江苏省: 2020 年, 江苏省的交通基础设施建设投资 1576 亿元, 同比增长 15%。其中, 建成项目有溧阳至高淳高速公路、连淮扬镇铁路淮镇段、连徐高铁和沪通铁路, 力争提前建成的有盐通铁路、南京长江五桥、常州至宜兴高速公路(一期工程)、南京禄口国际机场 T1 航站楼改扩建等工程; 开工项目有北沿江高铁、沪苏湖铁路、江阴第二过江通道、沪陕高速平潮至广陵段扩建、连宿高速沭阳至宿豫段、宿连航道整治一期工程等 58 个计划开工项目; 储备项目有镇宁马铁路、宁宣铁路、建兴高速、兴东高速、宁盐高速、张皋过江通道、南京禄口机场三期等; 建项目有苏南沿江城际铁路、苏南沿江城际铁路、宁淮城际铁路等重点项目。

江西省：2020年，江西重点实施2957个省大中型项目，总投资2.59万亿元左右，年度投资7700亿元左右，年度计划完成交通基础设施投资700亿元。普通国省道完成新改建600公里，大中修2000公里，“畅安舒美”示范路1100公里，危桥改造150座。

山东省：2020年山东交通运输发展的主要目标是，综合交通建设计划投资1842亿元，其中公路建设投资922亿元，铁路建设投资383亿元，港航建设投资107亿元，机场建设投资74亿元，场站建设投资30亿元，城市轨道交通建设投资326亿元。到2020年底，实现山东高速公路通车里程达到7400公里，高速铁路通车里程超过2110公里，沿海港口新增万吨级以上泊位7个。狠抓重大基础设施建设，持续加大高铁、高速、机场等基础设施建设力度。

浙江省：2020年，浙江省综合交通建设投资计划完成3000亿元，力争突破3300亿元，同比增长10%。其中，建成城际铁路及城市轨道交通80公里，建成高速公路470公里，总里程突破5000公里，新建和改造提升农村公路8000公里，新建美丽经济交通走廊6000公里，全面实现陆域县县通高速。

从华东各省市实际发展情况来看，高铁、高速公路建设水平较高，但高等级高速公路、乡村公路、城际轨道交通等方面则较为欠缺，华东地区本轮投资主要起到“查漏补缺”的作用。2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，也是加快建设交通强国的紧要之年。国家及地方陆续发布公路建设规划，地方层面的规划以高速公路建设为主，国家层面重点推进的内容是城际道路、与机场港口等基础设施的联通道路、高速公路建设以及既有道路的改扩建等。如《交通强国建设纲要》提出完善城市群快速公路网络，《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》提出进一步提升省际公路通达能力。同时，国家发布《西部陆海新通道总体规划》预计2020年交通运输投资建设仍将是重点。我们认为随着基建补短板政策陆续出台，基建投资增速触底反弹。

## 2. 中南地区：灾后重建需求旺盛

### 2.1. 中南六省灾情及应对措施

近期我国长江、珠江流域发生大范围汛情，洪涝灾害对我国中南地区省份经济发展带来较大影响。据应急管理部消息，7月份以来洪涝灾害造成江西、安徽、湖北、湖南、重庆、贵州等24省(区、市)2027.2万人次受灾，23人死亡失踪，176.4万人次紧急转移安置；1.2万间房屋倒塌，8.9万间不同程度损坏；农作物受灾面积2207.5千公顷，其中绝收380.6千公顷；直接经济损失491.8亿元。以下为中南地区部分省份的受灾情况与应对措施：

**湖南省：**2020年6月6日以来，湖南省遭受入汛以来最强降雨袭击。截至6月9日8时，全省共8个市州21个县市区32.1万余人受灾，直接经济损失达3亿元。针对此

轮灾情，湖南省应急管理厅、省减灾委办公室根据《湖南省自然灾害救助应急预案》，于9日8时30分紧急启动自然灾害应急救助IV级响应，及时调度上报灾情，积极商省财政厅紧急下拨生活救助资金，组织指导地方各级政府和应急救灾部门积极开展救援救助，切实保障受灾群众基本生活。

**湖北省：**2020年7月6日，省气象局18时30分将重大气象灾害（暴雨）III级应急响应，提升为II级。湖北省局相关单位立即进入重大气象灾害（暴雨）II级应急响应状态，各市（州）、省直管市（区）气象局根据实际研判启动相应应急响应。截至7月21日8时，湖北自5月1日入汛以来各类自然灾害造成全省17个市（州、省直管市、神农架林区）95个县（市、区）1354.63万人次受灾，因灾死亡29人，紧急转移安置42.05万人次，需紧急生活救助50.53万人次；农作物受灾面积1480.36千公顷，其中绝收面积227.23千公顷；因灾倒塌房屋7779间，严重损坏1.39万间，一般损坏5.33万间；直接经济损失243.23亿元。

**广西省：**据自治区应急厅截至26日17时统计，本次强降雨过程，造成南宁、柳州、桂林、梧州、防城港、贵港、百色、贺州、河池、来宾、崇左等11市、34县（市、区）出现洪涝灾害。全区受灾人口48440人，紧急转移安置1996人，需紧急生活救助283人；农作物受灾面积2226.4公顷；倒塌房屋25户51间；直接经济损失3470.5万元。

## 2.2. 灾后重建需求旺盛

今年我国中南地区雨季降雨量与持续事件超往年，多地洪峰水位突破历史记录。受灾面积广、人数多、经济损失大。据统计，6月以来，本次洪涝灾害共造成广西、贵州、湖南、四川、江西等13省（区、市）1216万人次受灾，72.9万人次紧急转移安置；8000余间房屋倒塌，9.7万间不同程度损坏，灾后重建水泥需求规模可观。7月17日，国家发改委召开7月份例行新闻发布会，会议表示中央对近期一些省份发生严重暴雨洪涝灾害后，已经先后分两批紧急下拨中央预算内投资5.2亿元，支持8个受灾严重地区水毁项目修复和灾后重建。随后，湖北、广东、广西三省相继公布灾后重建相关消息：

**湖北省：**湖北省防汛抗旱指挥部7月21日召开新闻发布会，介绍湖北近期防汛减灾救灾工作措施。会议称下一步湖北全省救灾工作的重心将从救灾应急转向灾后重建，对因灾倒房恢复重建工作进行部署，争取中央和安排省级救灾资金1.22亿元，优先用于困难群众生活救助，重点保障受灾群众因灾倒房重建等。

**广东省：**南方网消息称，为帮助受灾地区做好灾害救助工作，切实保障受灾群众基本生活，近日，广东省财政下拨自然灾害生活救助资金计1600万元，按受灾人口数、转移安置人口、倒损房屋数、人均财力系数等因素测算分配给受灾严重的韶关市、河源市、梅州市、惠州市、肇庆市、清远市、云浮市、翁源县、博罗县等市县，保障解决当地受灾群众的生活救助和恢复重建等工作。

**广西省：**广西新闻网消息称目前，受灾地区的道路交通、通信、供电、供水等基础设施大部分已得到修复。自治区防汛抗旱指挥部向桂林市紧急调拨 12 平方米单帐篷 2000 顶、折叠床 2000 张、折叠桌椅 2000 套、蚊帐 1000 顶、毛巾被 2000 床、棉被 2000 床等救灾物资，后续将陆续开展安置房屋建设工作。

图 5：2008-2018 年我国洪灾造成的直接经济损失占当年 GDP 总额比重



数据来源：《中国水旱灾害公告》，东吴证券研究所

回顾历年我国长江、黄河流域汛期洪涝灾害造成的直接经济损失占当年基建投资完成比重，我们认为洪涝灾害造成的直接经济损失与其在当年基建投资完成额中的占比虽无显著的关联性，但由于洪涝灾害受灾面积大、影响产业范围广、持续时间长，灾后重建对基建投资能起到一定的支撑作用。7月13日，国家出台政策部署了今年及后续 150 项重大水利工程建设，总投资约 1.29 万亿元，预计能够带动直接和间接投资约 6.6 万亿元，建成后预计可新增防洪库容约 90 亿立方米，治理河道长度约 2950 公里。我们认为，在建和新开工水利工程的加速落地将大幅提升对水泥的需求。

### 3. 投资建议

下半年水泥供需依然向好，一是受益政府专项债等政策刺激以及基建项目审批放量，二是前期水泥叠加导致企业主动错峰限产，三是长江中下游地区洪灾结束后的灾后重建。投资思路上看好两大区域的边际变化：华东（淡旺季切换弹性最大）、中南（灾后重建最受益），标的上峰水泥、万年青、华新水泥、塔牌集团、海螺水泥。

### 4. 风险提示

下半年基建开工低于预期，房地产开工下滑，水泥新增产能超预期。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

