

水泥专题分析报告

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 从季节因素分析水泥需求和水泥价格的变动趋势，并通过回归分析研究降水量与需求之间的关系。
2. 从天气情况分析影响未来水泥需求的因素是否继续存在。
3. 通过需求和供给分析行业的基本面。
4. 基于天气变化，给出不同季节的投资区域选择。

华东出梅在即，水泥基本面靓丽

基本结论

- 创新高的水泥需求和冲高回落的水泥价格并不矛盾，季节因素是导致需求和价格背离的主要因素。
 - 上半年水泥价格高开低走，全国水泥均价 448 元/吨，同比下跌 1%。全国水泥风向标的华东市场也呈现出高开低走的走势。六大区域市场中，西北涨幅最大、西南和东北跌幅最大。
 - 2020 年 4 月水泥需求量为近五年同期最高需求量，2020 年 5 月水泥需求量为近五年单月水泥最高需求量，需求在二季度集中释放。
 - 水泥需求创新高后并未带动价格进一步上涨，季节因素是导致水泥需求、价格、出货率环比回落的主要因素。
- 7 月中旬华东即将出梅，高温和台风对施工的影响弱于梅雨季，水泥需求最困难的时段即将过去。从季节因素分析，需求全面恢复需要等到 8 月下旬。
 - 副高北抬和江南高温天气的出现，或将宣告华东梅雨季的结束，对当地水泥需求和价格走势构成利好。
- 常年 6-8 月水泥需求量和价格的环比回落仅是季节性因素导致的，行业淡季结束后，靓丽的基本面将会主导未来水泥价格走势。
 - 推升水泥价格的供给逻辑并未变化，当前行业产能利用率距离合理区间仍有一定差距，错峰生产政策仍将延续。
 - 逆周期调节带动水泥需求，新增项目的建设将会在下半年开始逐步开启，赶工期和新项目启动对水泥需求影响正面。

投资建议

- 影响水泥行业基本面的供需逻辑均未变化，6 月以来的水泥价格调整主要受季节影响。未来随着天气的好转，户外施工陆续启动，在赶工期和基建逆周期调节的背景下，我们看好 9 月及四季度水泥价格走势。在当前时点，我们认为三季度西北地区的水泥企业更具有投资价值；9 月及四季度，我们看好南方地区水泥企业的价值修复。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

风险提示

- 下游需求大幅下滑风险；天气不利影响下游施工；疫情防控常态化对生产要素配置影响；水泥行业供给政策出现调整。

内容目录

1. 冲高回落的水泥价格和创新高的水泥需求	4
1.1 上半年水泥价格高开低走	4
1.2 上半年水泥月度需求创新高	4
1.3 季节因素是导致需求和价格背离的主要原因	5
2. 梅雨、高温、台风轮番上阵，我国雨季即将北抬	6
2.1 副热带高压是影响我国夏季重要的天气系统	7
2.2 华东梅雨季即将结束，华北雨季即将开启	7
2.3 高温和台风天气对户外施工影响略小	10
3. 淡季过后，行业基本面依旧靓丽	11
3.1 推升水泥价格的供给逻辑并未变化	11
3.2 逆周期调节带动水泥需求	13
3.3 供给端的有效控制是稳定价格的关键	15
4. 投资建议：三季度首选西北，四季度首选南方	16
5. 风险提示	18

图表目录

图表 1：2020 年上半年全国水泥价格高开低走	4
图表 2：2020 年上半年华东水泥价格高开低走	4
图表 3：2020 年上半年西南和东北价格同比下跌	4
图表 4：20 年上半年西南和东北价格较 19 年均价下跌	4
图表 5：2020 年 4-5 月水泥需求创下五年新高	5
图表 6：2020 年二季度水泥需求快速修复	5
图表 7：2016 年水泥需求从 8 月起回升	5
图表 8：2017 年水泥需求从 9 月起回升	5
图表 9：2018 年水泥需求从 8 月起回升	6
图表 10：2019 年水泥需求从 7 月止跌	6
图表 11：华南水泥企业出货率从 5 月中旬开始下滑	6
图表 12：华东水泥企业出货率从 5 月底开始下滑	6
图表 13：SPSS 相关性分析结果	6
图表 14：SPSS 回归分析结果	6
图表 15：副高控制下的区域高温少雨且天气闷热	7
图表 16：副高外围冷暖空气碰撞导致长江中下游雨大	7
图表 17：副高位置异常导致长江中下游强降水	7
图表 18：2020 年 6 月副高偏北偏西导致福建高温	7
图表 19：中国雨季每年出现季节性波动	8

图表 20: 2020 年 5 月长江中下游降水量偏少	8
图表 21: 2020 年 6 月长江中下游降水量偏多	8
图表 22: 中国模式下 7 月上旬副高北脊在华南	9
图表 23: 中国模式下 7 月中旬副高北抬明显	9
图表 24: 欧洲模式 7 月上旬副高北脊在福建和浙江附近	9
图表 25: 欧洲模式 7 月中旬副高北抬至江苏和安徽	9
图表 26: 7 月中旬杭州气温升高	10
图表 27: 7 月中旬上海降水结束	10
图表 28: 2020 年 7 月上旬主雨区在长江中下游	10
图表 29: 2020 年 7 月中旬主雨区北抬至黄淮流域	10
图表 30: 台风移动速度快	11
图表 31: 台风影响下的强降水影响时间短	11
图表 32: 台风影响下的大风天气影响时间短	11
图表 33: 中国水泥熟料总产能基本稳定	12
图表 34: 2017 年以来水泥价格上涨与需求关联度下降	12
图表 35: 从利益相关者角度看错峰生产政策将会延续	13
图表 36: 水泥和水泥熟料产能利用率尚未进入合理区间	13
图表 37: 多省市公布 2020 年重点建设项目投资计划	14
图表 38: 2019 年专项债投入基建比例为 34%	15
图表 39: 2020 年 1-5 月专项债投入基建比例为 80%	15
图表 40: 传统水泥和电石渣水泥企业谈判破裂导致当地水泥价格大幅下跌	16
图表 41: 乌鲁木齐降水最多的月份是春季	16
图表 42: 武汉四季度降水量大幅减少	17
图表 43: 合肥四季度降水量较前三季度大幅减少	17
图表 44: 梅州四季度是一年中降水量最少的季节	18

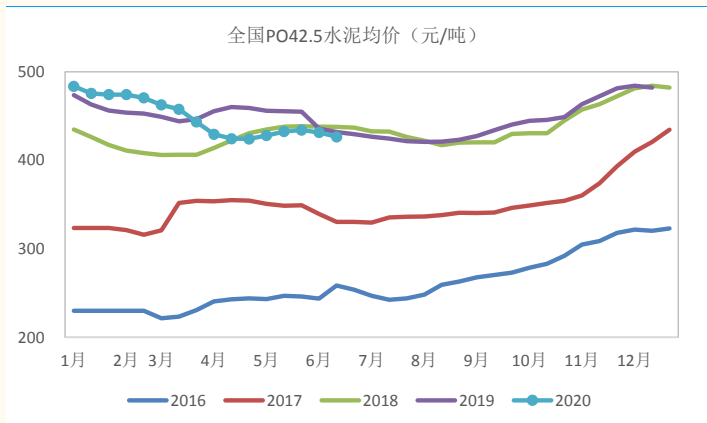
1. 冲高回落的水泥价格和创新高的水泥需求

1.1 上半年水泥价格高开低走

2020 年上半年水泥价格高开低走。一季度受到疫情影响，水泥价格持续下跌；二季度随着复工复产和各地逆周期调节的启动，水泥价格在 4 月中旬止跌后出现反弹；6 月初开始，水泥价格再次出现下跌。上半年全国水泥（以 PO42.5 散装为例）均价 448 元/吨，同比下跌 1%。

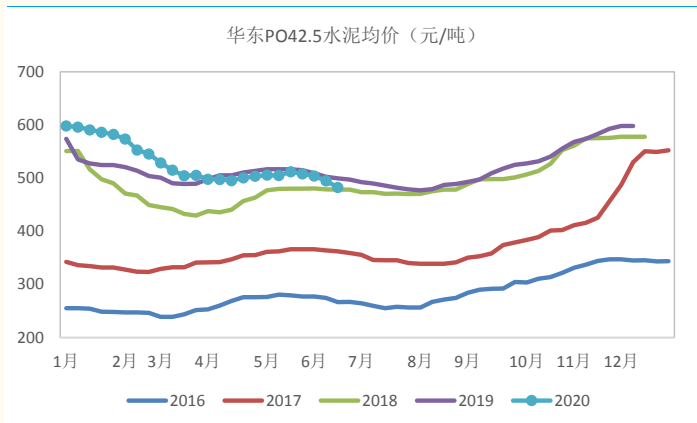
华东市场一直是全国水泥价格走势的风向标。2020 年上半年华东水泥价格也呈现出高开低走的走势。上半年华东水泥均价 529 元/吨，由于 2019 年四季度翘尾因素影响，上半年华东水泥均价同比上涨 3%。

图表 1：2020 年上半年全国水泥价格高开低走



来源：Wind，国金证券研究所

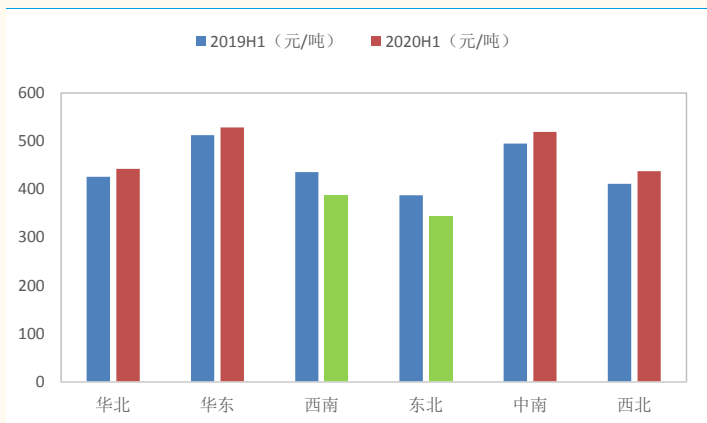
图表 2：2020 年上半年华东水泥价格高开低走



来源：Wind，国金证券研究所

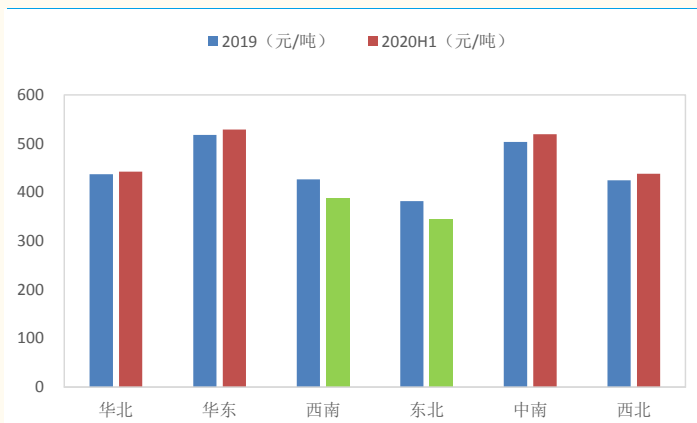
从全国六大区域市场看，西北地区涨幅最大、西南和东北市场跌幅最大。2020 年上半年，西北地区均价 438 元/吨、同比上涨 6%，中南地区均价 519 元、同比上涨 5%，华北地区均价 442 元/吨、同比上涨 4%，西南和东北地区均价 388 元/吨 和 343 元/吨，同比跌幅均为 11%。从 2020 年上半年水泥价格与 2019 年全年均价对比看，中南和西北涨幅均为 3%、华东涨幅 2%、华北涨幅 1%、西南跌幅 9%、东北跌幅 10%。

图表 3：2020 年上半年西南和东北价格同比下跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：20 年上半年西南和东北价格较 19 年均价下跌



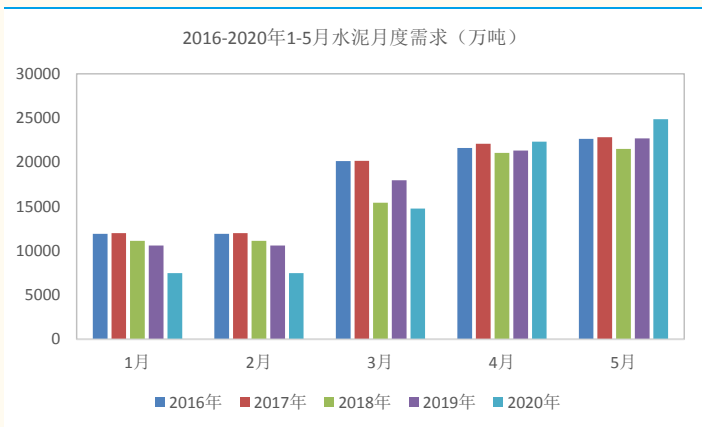
来源：Wind，国金证券研究所

1.2 上半年水泥月度需求创新高

从 2016-2019 年水泥月度需求看，4-5 月一直是全年水泥需求最旺的季节。虽然 2020 年一季度受到疫情影响，全国水泥需求同比大幅下滑，但是随着后期需求的释放，水泥需求降幅收窄。2020 年 1-5 月，全国水泥需求量 7.69 亿吨、同比减少 8.2%，降幅较 1-4 月收窄 6.2 个百分点。

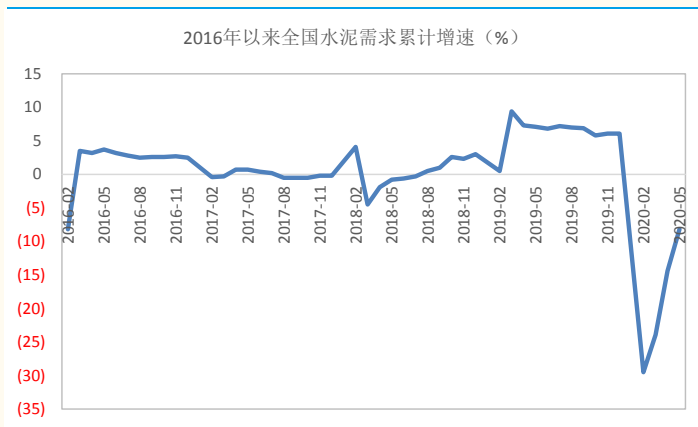
从月度水泥需求看，2020年4月水泥需求量2.23亿吨、为2016年以来4月最高需求量，2020年5月水泥需求量2.49亿吨、为2016年以来单月水泥最高需求量。这说明，随着下游复工复产的推进，受疫情影响的水泥需求仅是延后而非消失，水泥需求在二季度集中释放。

图表 5：2020 年 4-5 月水泥需求创下五年新高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2020 年二季度水泥需求快速修复



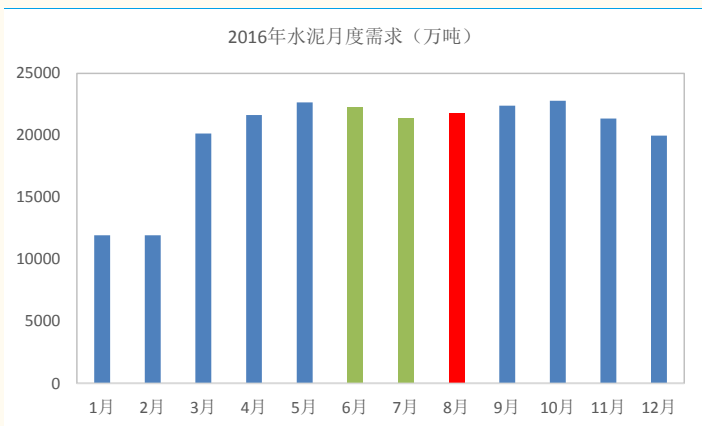
来源：Wind，国金证券研究所

1.3 季节因素是导致需求和价格背离的主要原因

5月水泥需求创新高后并未带动水泥价格的进一步上涨，全国水泥价格在5月底开始回落。2020年6月底，全国水泥均价427元/吨，较5月底下跌2%。我们发现从2016年（由于政策变化，2016年前后行业数据无可比性）开始，水泥的月度需求量无一例外从6月开始出现环比回落的走势。2016年6-7月水泥需求连续回落两个月；2017年6-8月水泥需求连续回落三个月；2018年6-7月水泥需求连续回落两个月；2019年水泥需求虽然从7月开始止跌，但是7-8月的回升幅度极为有限，近似认为水泥需求止跌而非回升。

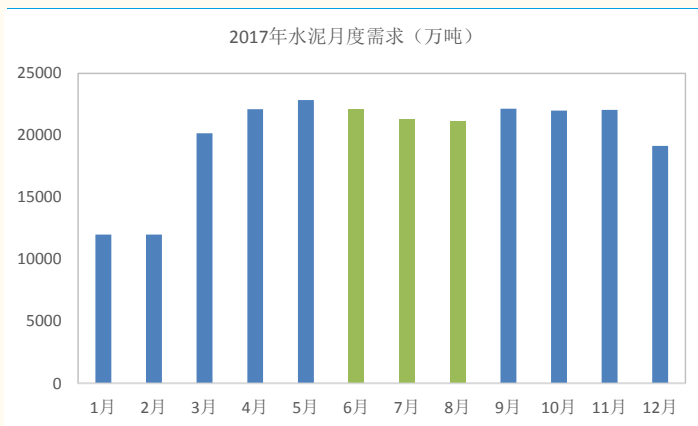
根据数字水泥网报道，2020年6月17日，福建地区水泥价格第三轮下调，幅度20-30元/吨，受雨水和高温天气影响，下游需求不温不火，销售压力较大。2020年7月2日，长三角沿江地区水泥熟料价格下跌20元/吨，雨水天气频繁，下游需求受到影响，库存一直呈现上升态势。我们认为，季节因素是导致水泥需求、价格、出货率回落的主要因素。

图表 7：2016 年水泥需求从 8 月起回升



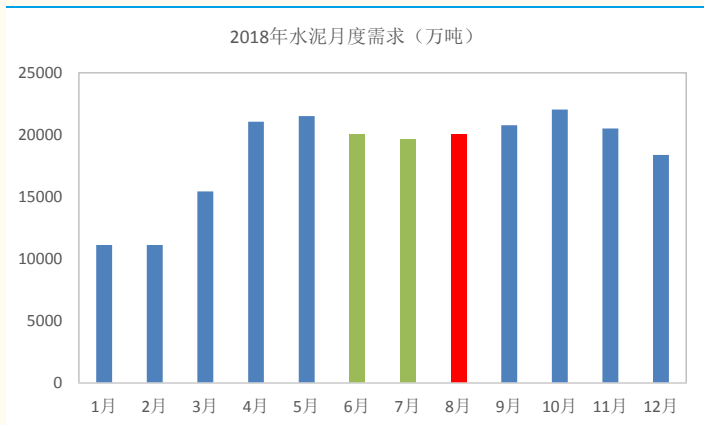
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：2017 年水泥需求从 9 月起回升



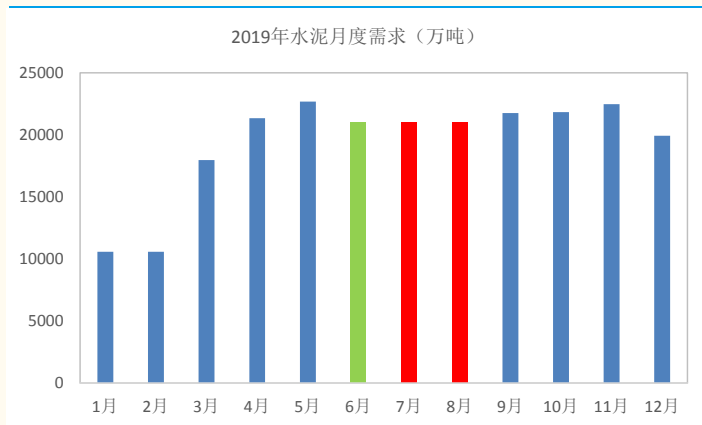
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：2018 年水泥需求从 8 月起回升



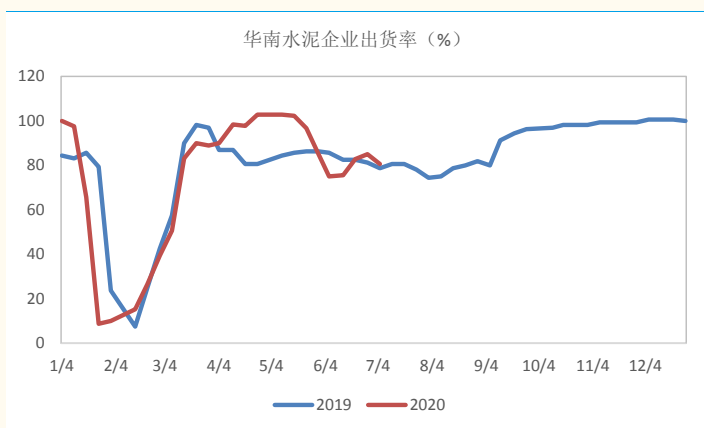
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2019 年水泥需求从 7 月止跌



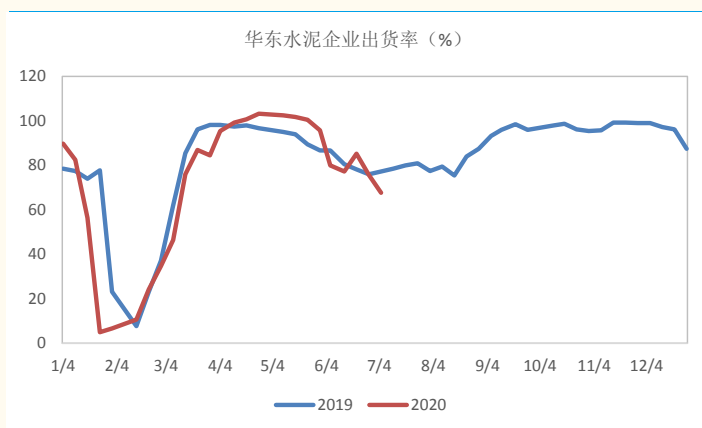
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：华南水泥企业出货率从 5 月中旬开始下滑



来源：数字水泥网，国金证券研究所

图表 12：华东水泥企业出货率从 5 月底开始下滑



来源：数字水泥网，国金证券研究所

由于我国每年雨季从华南开始，我们选取广州的降水量和水泥需求量进行分析。我们通过 SPSS 的相关分析对广州月降水量与广州月水泥产量是否存在依存关系进行分析，得出二者相关性为-0.468，即：存在适度和负相关（皮尔森相关系数=-0.468， $p<0.005$ ）。而后运用回归分析，发现广州月降水量越高使得广州水泥月产量越低（ $b=-0.468, SE=0.123, p<0.005$ ）。

图表 13：SPSS 相关性分析结果

相关		降水量：广州， 当月累计 (2016.01- 2020.05)	水泥产量：广东， 当月值 (2016.01- 2020.05)
降水量：广州，当月累计 (2016.01-2020.05)	皮爾森 (Pearson) 相關 顯著性 (雙尾)	1	-.468
	N	52	42
水泥产量：广东，当月值 (2016.01-2020.05)	皮爾森 (Pearson) 相關 顯著性 (雙尾)	-.468	1
	N	42	43

来源：国金证券研究所

图表 14：SPSS 回归分析结果

系数 ^a		非标准化系数	标准化系数	T	显著性
模型		B	标准误差		
1	(常数)	1483.742	35.579	41.703	.000
	降水量：广州，当月累计 (2016.01-2020.05)	-.412	.123	-.468	.002

a. 因变量：水泥产量：广东，当月值(2016.01-2020.05)

来源：国金证券研究所

2. 梅雨、高温、台风轮番上阵，我国雨季即将北抬

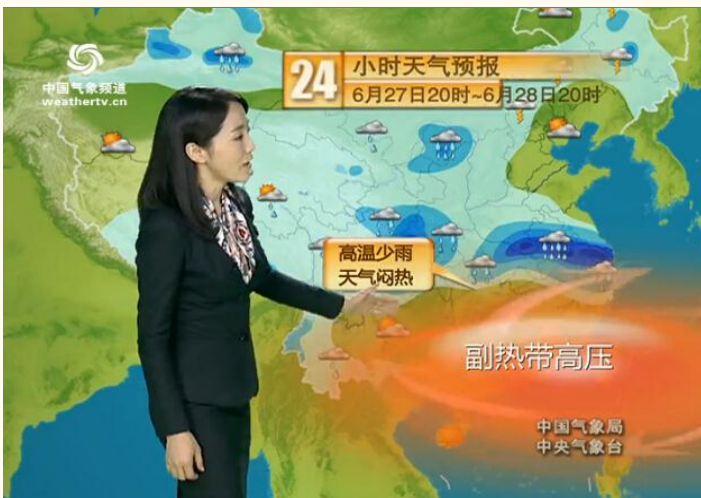
水泥的需求主要来自基建、地产和农村市场，都属于户外施工作业，对天气要求高。夏季降水属于冷暖空气激烈碰撞后的强对流天气，雷暴天气户外高

空或者空旷地区施工会导致人身安全事故；夏季天气炎热，当户外温度超过体温时，人体散热功能下降，容易产生高温中暑的情况。因此，夏季户外施工要规避强降水和高温天气。

2.1 副热带高压是影响我国夏季重要的天气系统

副热带高压（简称：副高）是影响我国夏季天气的重要天气系统，高温、暴雨、台风等天气活动大都与它直接相关。由于海陆和地形差异，副热带高压带的强度沿纬圈的分布并不均匀，高压带分裂为若干个高压中心，对我国影响最大的是西北太平洋上的高压中心。在副高控制下的地区，运行强烈的下沉气流，低层水汽难以成云致雨，导致天空晴朗且高温闷热（图 15）。副高的外围直接引导水汽输送路径（图 16），副高的强度关系到水汽输送是否可以长时间维持，进而决定了降水的持续时间。

图表 15：副高控制下的区域高温少雨且天气闷热



来源：中国气象频道《新闻联播天气预报》，国金证券研究所

图表 16：副高外围冷暖空气碰撞导致长江中下游雨大



来源：中国气象频道《新闻联播天气预报》，国金证券研究所

2020 年 6 月我国湖北、江苏、安徽、河南、重庆、贵州（图 17）一带的强降水天气主要与副高的位置偏北和偏西（图 18）有关，这也造成了副高控制下的福建出现了罕见的持续高温天气。

图表 17：副高位置异常导致长江中下游强降水



来源：中国天气网《新闻联播天气预报》，国金证券研究所

图表 18：2020 年 6 月副高偏北偏西导致福建高温



来源：中国天气网，国金证券研究所

2.2 华东梅雨季即将结束，华北雨季即将开启

我国属于典型的季风气候，由于陆地和海洋气温的差异，冬季风和夏季风的方向明显不同。冬季主要受北风控制，冷空气南下导致气温的剧烈波动；夏季风向出现扭转，由北风转为南风，将海洋上的暖湿空气吹向内陆。夏季向我国输送水汽的主要有三条通道，来自印度洋的西南季风、来自南海的南海季风、来自太平洋的东南季风。此时，副高的位置决定了水汽输送的目的地，也导致

了中国雨季的季节性从南向北、从北向西的推进。常年 4-6 月是华南的前汛期，6-7 月是江南的梅雨季，7-8 月是华北的雨季，9-10 月是华西的雨季（图 19）。

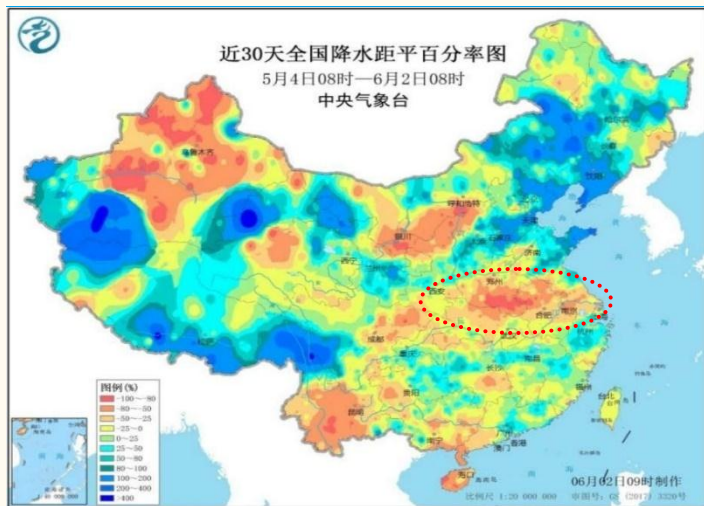
图表 19：中国雨季每年出现季节性波动



来源：中国气象局网站《五问“副高”：我国天气变化的重要推手》，国金证券研究所

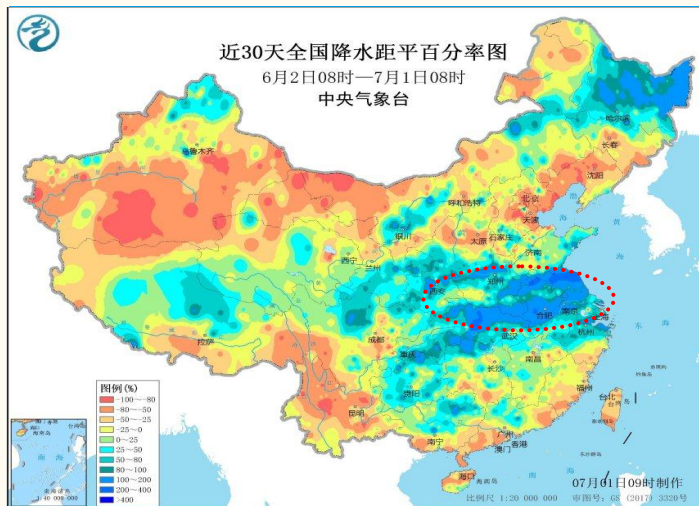
根据中国气象局报道，南海夏季风已于 5 月 16 日-20 日爆发，这说明我国雨季的正式启动，未来雨带将会由南向北、由东向西推进。我们发现，南海季风爆发的 5 月，湖北、河南、安徽、江苏的降水量较常年同期偏少（图 20），这是由于雨带滞留华南所致。随着 6 月江南梅雨季的到来，此前降水偏少的这四个省份又出现了降水偏多的情况（图 21），这正是雨季北抬导致的降水区域变化的结果。

图表 20：2020 年 5 月长江中下游降水量偏少



来源：中央气象台，国金证券研究所

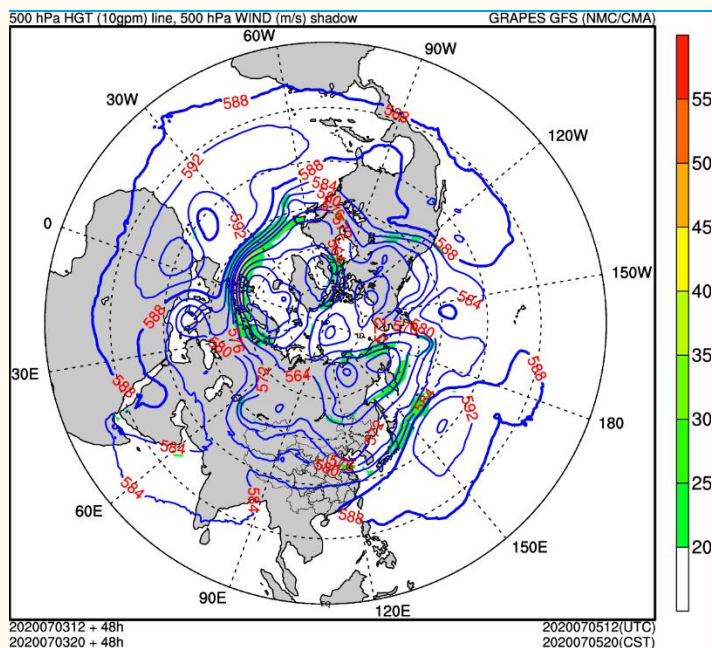
图表 21：2020 年 6 月长江中下游降水量偏多



来源：中央气象台，国金证券研究所

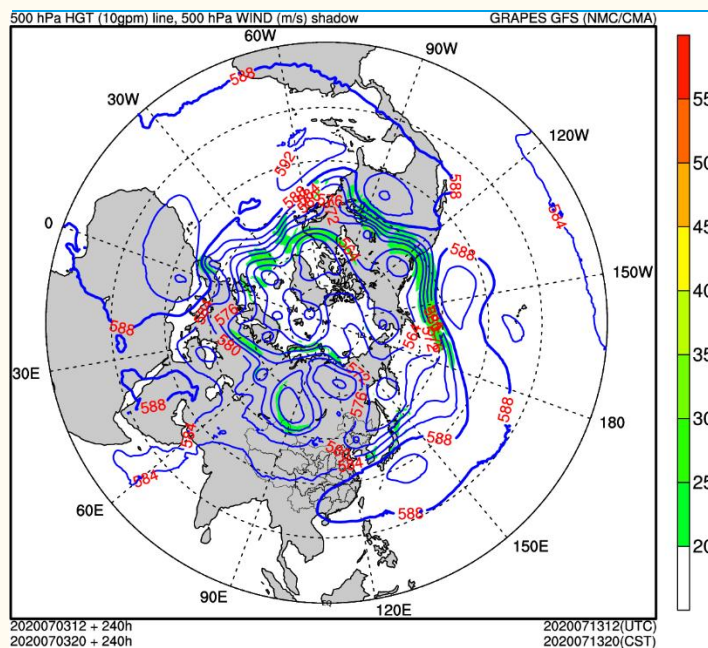
根据中国气象局 GRAPES 模式下提供的高空 500 百帕大气环流形势场，我们发现 2020 年 7 月中旬起，副高将出现明显的西伸北抬（图 23）；根据欧洲 ECWMF 模式下提供的高空 500 百帕大气环流形势场和 850 百帕变温预报，我们发现 7 月中旬副高将出现明显的北抬（图 25），850 百帕变温预报也显示，江南的气温将明显升高（图 25）。GRAPES 和 ECWMF 模式的预测结果趋于一致。

图表 22：中国模式下 7 月上旬副高北脊在华南



来源：中央气象台，国金证券研究所

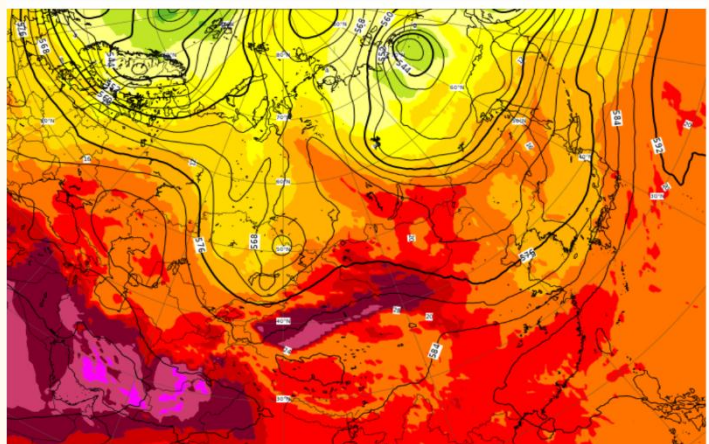
图表 23：中国模式下 7 月中旬副高北抬明显



来源：中央气象台，国金证券研究所

图表 24：欧洲模式 7 月上旬副高北脊在福建和浙江附近

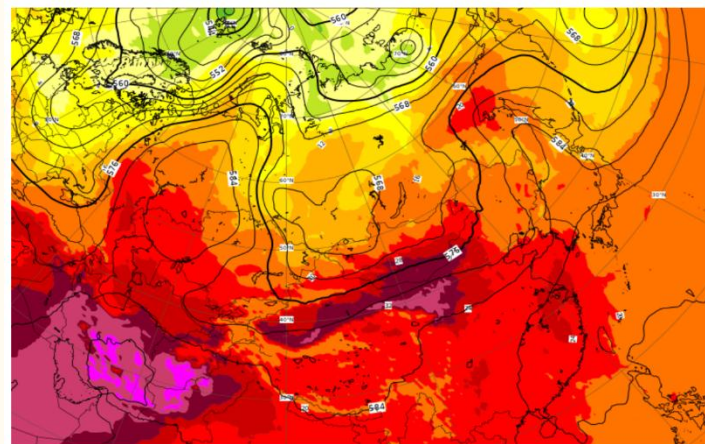
850 hPa temperature / 500 hPa geopotential
Friday 3 Jul, 12 UTC T+24 Valid: Saturday 4 Jul, 12 UTC



来源：ECMWF，国金证券研究所

图表 25：欧洲模式 7 月中旬副高北抬至江苏和安徽

850 hPa temperature / 500 hPa geopotential
Friday 3 Jul, 12 UTC T+240 Valid: Monday 13 Jul, 12 UTC



来源：ECMWF，国金证券研究所

根据中国天气网提供的 8-15 天天气预报中我们发现，杭州将从 7 月 12 日起出现持续高温天气（图 26），上海的天气也将转为闷热天气（图 27），7 月上旬出现强降水的长江中下游地区（图 28）将从 7 月中旬结束降水（图 29）。

副高北抬和江南高温天气的出现，将宣告华东梅雨季节的结束。未来雨区将进一步北抬到华北地区，北京 2012 年 7 月 21 日和 2016 年 7 月 20 日的特大暴雨均发生在 7 月下旬，华北“七下八上”的汛期即将开始。华东出梅后，华东地区户外施工的淡季也将同步结束，水泥需求最困难的时间段即将进入尾声。从季节因素分析，需求的全面恢复需要等到 8 月下旬。由于华东市场是全国水泥价格走势的风向标，华东雨季的结束对当地水泥需求和水泥价格走势构成利好。

图表 26: 7 月中旬杭州气温升高

全国 > 浙江 > 杭州 > 城区					
11:30 更新 数据来源 中央气象台					
今天	7 天	8-15 天	40 天	雷达图	
周五 (10 日)		阴	29°C/25°C	南风	<3 级
周六 (11 日)		阴	31°C/26°C	西南风转南风	<3 级
周日 (12 日)		阴	35°C/25°C	西南风转南风	3-4 级转<3 级
周一 (13 日)		阴	33°C/25°C	西南风转南风	<3 级
周二 (14 日)		多云转阴	35°C/25°C	西南风转南风	<3 级
周三 (15 日)		多云	35°C/25°C	西南风转南风	<3 级
周四 (16 日)		多云转阴	36°C/26°C	西南风转南风	<3 级
周五 (17 日)		阴	37°C/26°C	西南风转南风	<3 级

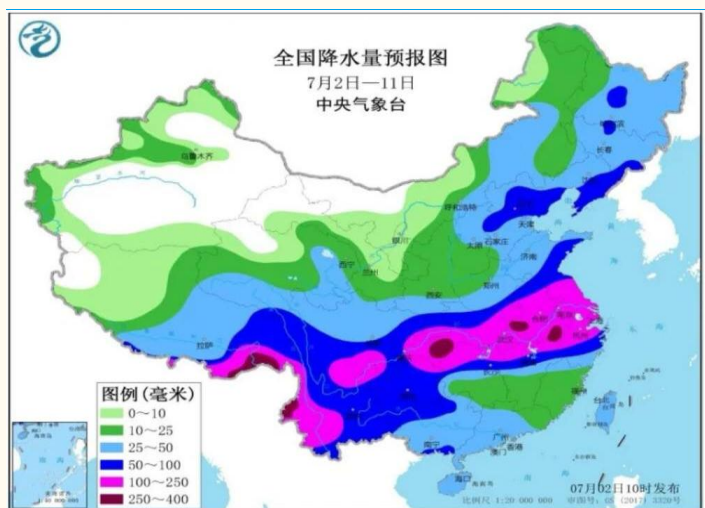
来源: 中央气象台, 国金证券研究所

图表 27: 7 月中旬上海降水结束

全国 > 上海 > 城区					
11:30 更新 数据来源 中央气象台					
今天	7 天	8-15 天	40 天	雷达图	
周五 (10 日)		阴	30°C/25°C	南风	3-4 级
周六 (11 日)		阴	30°C/26°C	西南风	3-4 级转<3 级
周日 (12 日)		阴	32°C/26°C	西南风转南风	3-4 级
周一 (13 日)		阴	31°C/26°C	西南风转南风	<3 级转 3-4 级
周二 (14 日)		阴	31°C/26°C	南风	<3 级
周三 (15 日)		阴	32°C/26°C	南风转东南风	<3 级
周四 (16 日)		阴	31°C/27°C	东南风转南风	<3 级
周五 (17 日)		阴	34°C/27°C	南风	<3 级

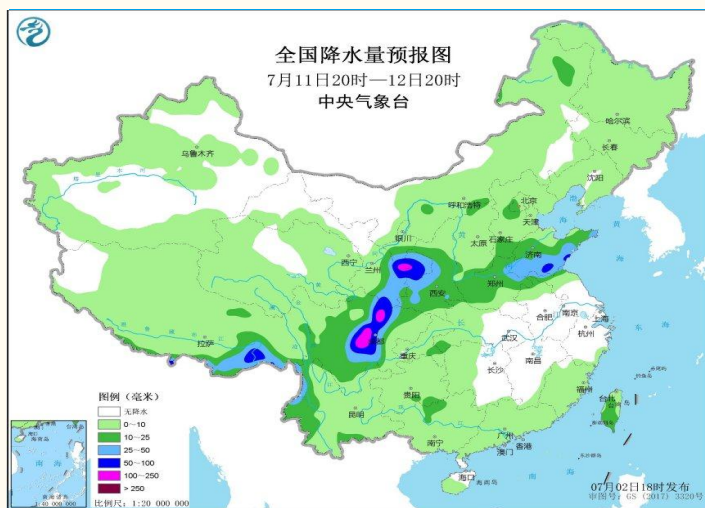
来源: 中央气象台, 国金证券研究所

图表 28: 2020 年 7 月上旬主雨区在长江中下游



来源: 中央气象台, 国金证券研究所

图表 29: 2020 年 7 月中旬主雨区北抬至黄淮流域



来源: 中央气象台, 国金证券研究所

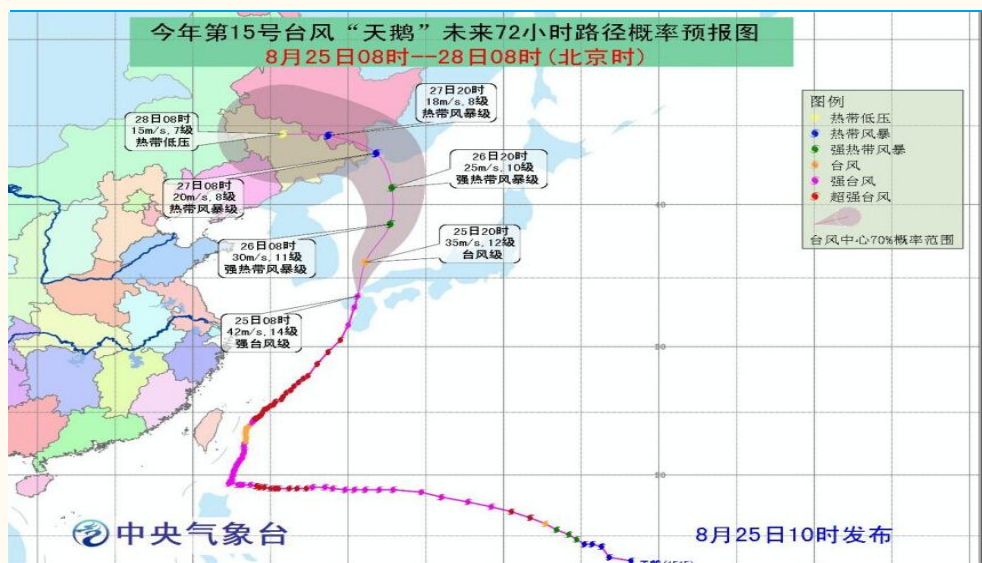
2.3 高温和台风天气对户外施工影响略小

除了降水天气外, 影响夏季施工的恶劣天气还包括高温和台风。

2012 年 6 月 29 日, 国家安监总局、卫生部、人社部、全国总工会颁布的《防暑降温措施管理办法》要求: “用人单位应当根据地市级以上气象主管部门所属气象台当日发布的预报气温, 调整作业时间, 但因人身财产安全和公众利益需要紧急处理的除外: 日最高气温达到 40°C 以上, 应当停止当日室外露天作业; 日最高气温达到 37°C 以上、40°C 以下时, 用人单位全天安排劳动者室外露天作业时间累计不得超过 6 小时, 连续作业时间不得超过国家规定, 且在气温最高时段 3 小时内不得安排室外露天作业; 日最高气温达到 35°C 以上、37°C 以下时, 用人单位应当采取换班轮休等方式, 缩短劳动者连续作业时间, 并且不得安排室外露天作业劳动者加班。夏季的高温天气主要出现在中午 12 点-下午 18 点之间, 与梅雨天气完全不能施工相比, 高温天气对户外施工影响的时间段有限。

台风也是影响夏季施工的重要天气。由于台风移动速度快, 12 级台风的移动速度为 35 米/秒 (图 30), 折合 302 公里/天, 因此台风在一个地方的狂风暴雨基本可以在一天结束。我们以 2013 年重创海南三亚的超强台风海燕为例, 强降水主要集中在上午 8 点至晚上 19 点 (图 31), 风力超过 8 级的时间段集中在上午 7 点到下午 16 点 (图 32)。

图表 30：台风移动速度快



来源：中央气象台，国金证券研究所

图表 31：台风影响下的强降水影响时间短



来源：中国天气网，国金证券研究所

图表 32：台风影响下的大风天气影响时间短



来源：中国天气网，国金证券研究所

3. 淡季过后，行业基本面依旧靓丽

常年 6-8 月水泥需求量和价格的环比回落仅是季节性因素导致的，行业淡季结束后，基本面将是主导未来水泥价格走势的关键。

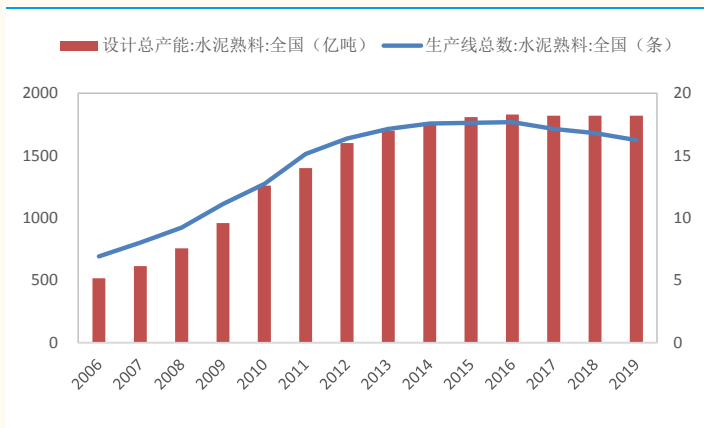
3.1 推升水泥价格的供给逻辑并未变化

2016 年以来的行业上行周期过程中，下游需求并未发生实质性改变，主要得益于供给端的有效控制。由于我国经济进入转型升级、减速换挡的增长模式，水泥需求也逐渐步入平台期，而此前供给端的大规模扩张，使得行业早已面临严重产能过剩的问题。在此轮供给侧结构性改革中，通过严禁新增产能的手段使得产能总量保持稳定。更重要的是，通过错峰生产政策的实施，达到了“去产量”的目的，供给得以有效压缩，水泥价格从底部逐渐攀升。

产能置换政策趋严，新增产能仍将受到严格控制。2016 年 5 月，国务院发布《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，明确提出严禁新增产能，新建产线必须通过产能置换解决。2018 年 1 月，工信部印发《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》，要求施行减量置换，污染敏感地区置换比例为 1.5:1、非污染敏感地区（西藏除外）为 1.25:1。面对执行过程中，

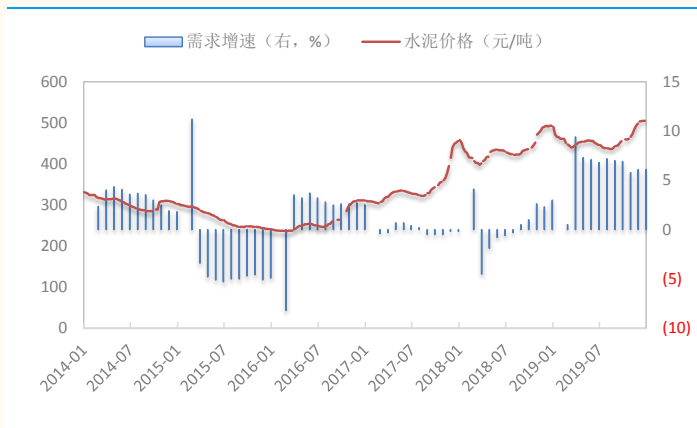
政策落实不到位的情况，相关严肃产能置换的政策也相继出台。2018年8月，工信部和发改委发布《关于严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，要求严禁备案新增产能项目，从严审核产能置换方案；2020年1月，工信部在《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》中指出，停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料生产线不能用于产能置换。得益于产能置换政策的执行，2016年至今，水泥熟料设计产能总量没有出现增长。

图表 33：中国水泥熟料总产能基本稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：2017 年以来水泥价格上涨与需求关联度下降



来源：Wind，国金证券研究所

错峰生产政策的实施是供给压缩的主要原因。政策的核心是要求水泥企业在行业淡季时适当停止生产，缓解供给过剩压力。错峰生产最初的构想是在北方采暖季通过限制当地水泥企业生产，进而达到雾霾治理与化解产能过剩的双重目的。2014年，错峰生产概念正式提出，并在部分北方省份进行试点。2015年在水泥协会主导下，错峰生产范围拓展至北方十五省。

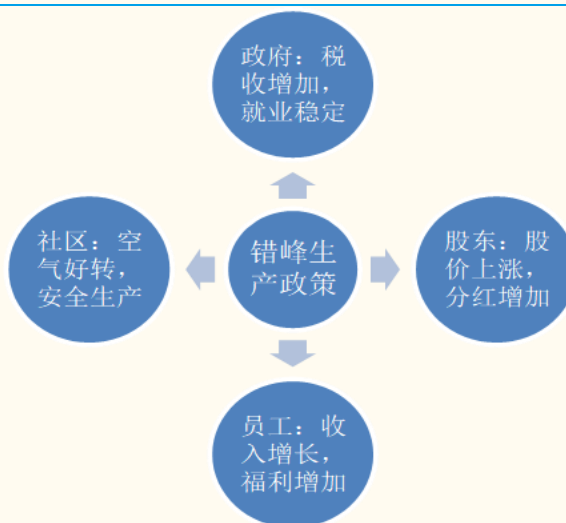
在总结前两年的经验基础上，2016年，国务院发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》正式将错峰生产作为一项产业政策推出，顶层设计宣告完成；同年10月，工信部、原环保部联合发布《2016-2020年期间水泥错峰生产工作通知》，决定在北方地区全面试行错峰生产的基础上，进一步做好2016-2020年期间水泥错峰生产工作。

错峰生产已趋常态化，并逐渐拓展至全国和非采暖季。目前我国绝大部分省市都已执行水泥行业错峰生产政策，更有部分省份出台了非采暖季的错峰计划，错峰生产力度进一步加强。

错峰生产给行业带来的积极变化有目共睹，行业供需格局将持续得到改善。错峰生产政策得到社会各界的广泛认可，在产能仍然过剩的背景下，我们认为该项政策将继续延续下去。2020年1月，工信部原材料工业司对水泥行业错峰生产以来给大气污染防治、缓解产能过剩等方面的作用给与了积极评价。同时，工信部要求行业协会总结错峰生产好的做法和经验，并引导错峰生产政策继续平稳有序、顺利开展。

从受到错峰生产政策影响的利益相关者角度分析，水泥企业盈利向好可以增加当地税收，稳定区域就业。由于水泥被定位于高污染行业，错峰生产可以减少采暖季污染物的排放，企业盈利向好也增加了员工的收入，提高了投资者分红，水泥公司股价持续上涨。我们认为，与煤炭和钢铁行业强制去产能相比，水泥行业的非行政化去产能政策顾及了各方的利益关系，经过几年的错峰生产实践，非行政化的去产能政策或将走的更远。

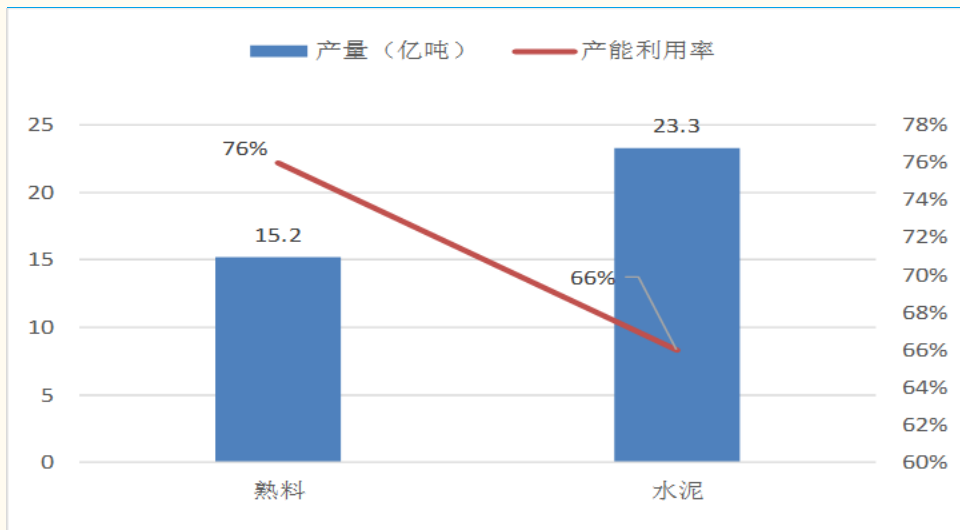
图表 35：从利益相关者角度看错峰生产政策将会延续



来源：国金证券研究所

国务院出台的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中是将错峰生产作为一项化解水泥行业产能过剩的措施推出的，并未明确截止时点，蕴含着“若产能利用率未回到合理区间，错峰生产将继续执行”的可能性。2017 年 12 月，中国水泥协会印发的《水泥行业去产能行动计划(2018—2020)》中的指引，熟料合理产能利用率 80%，水泥合理产能利用率 70%。根据水泥协会数据，2019 年我国熟料产量为 15.2 亿吨，实际产能超过 20 亿吨，产能利用率为 76%；水泥产量 23.3 亿吨，实际产能在 35 亿吨左右，产能利用率为 66%，部分北方地区产能利用率更低。整体而言，当前行业产能利用率距离合理区间仍有一定差距，在中国的水泥需求已经进入平台期的情况下，水泥行业产能过剩的问题仍没有解决，行业“去产能”仍然任重道远。

图表 36：水泥和水泥熟料产能利用率尚未进入合理区间



来源：Wind，国金证券研究所

3.2 逆周期调节带动水泥需求

疫情对国民经济造成较大冲击，基建托底预期升温。新冠疫情严重影响了第一季度我国社会正常生产生活，且已在全球蔓延，作为政府发挥主导作用的基建将成为拉动经济的重要手段。2020 年两会政府工作报告中已明确，积极的财政政策要更加积极有为，全年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比 2019 年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。此外，全年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比上年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。

目前，我国多省份已陆续公布了 2020 年重点建设项目投资计划，投资总额巨大，基建投资仍是其中重要部分。

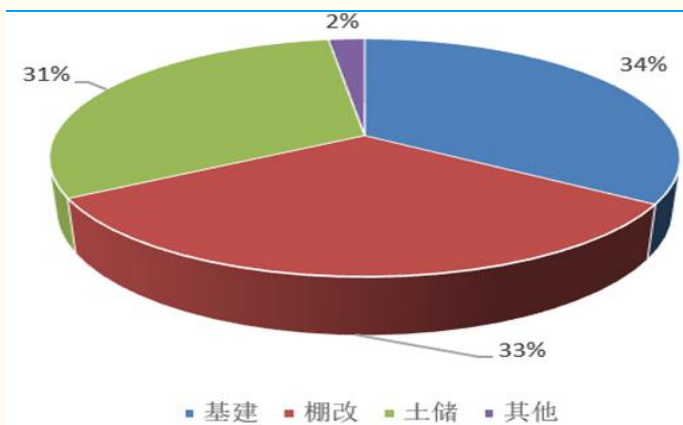
图表 37：多省市公布 2020 年重点建设项目投资计划

省份	总投资额（亿元）	计划投资额（亿元）	项目清单
河南省	33000	8372	合计 980 个，其中基础设施项目 116 个
山西省	37879	8151	合计 7181 个，其中基础设施项目投资 2289 亿元
贵州省	—	7262	合计 3357 个，其中重大基础设施项目 900 个，当年计划投资 2076 亿元
广东省	59000	7000	合计 1230 个
四川省	44442.8	6185.4	合计 700 个，其中基础设施项目 266 个，当年计划投资 2903.2 亿元
江苏省	10000	5410	合计 240 个，其中基础设施项目 47 个，当年计划投资 2212 亿元
内蒙古自治区	25790	5059	合计 3109 个
陕西省	33826	5014	合计 600 个
福建省	38400	5005	合计 1567 个
安徽省	13055	4500	合计 2583 个
云南省	超 50000	4400	合计 525 个
重庆市	约 27200	3445	合计 924 个，其中重大基础设施项目 367 个
新疆自治区	16788	2600	合计 390 个，主要涵盖水利、交通、能源、产业、民生领域
北京市	13000	2523	合计 300 个，其中 100 个重大基础设施项目，当年计划投资 662 亿元
河北省	18833	2402	合计 536 个
江西省	11194.53	2390.19	合计 335 个
天津市	10025	2105	合计 346 个，其中 112 个基础设施项目，当年计划投资 920 亿
黑龙江省	8856	2000	合计 300 个
西藏自治区	—	1872	合计 179 个，涉及基础设施、民生改善、产业发展等多个领域
广西壮族自治区	19619	1674	合计 1132 个
上海市	4418	1500	合计 152 个，其中年内计划新开工项目 24 项，建成项目 11 项
甘肃省	9958	1179	合计 158 个，项目总投资和年度计划投资额同比提高 31% 和 33%
海南省	3772	677	合计 105 个
宁夏回族自治区	2268	510	合计 80 个，其中重大基础设施项目 21 个，当年计划投资 151.2 亿元
辽宁省	4715	424	合计 363 个，涵盖工业、基础设施、服务业项目
湖北省	1728.89	339.24	合计 112 个
吉林省	1290	246	合计 285 个
青海省	2823.6	—	合计 80 个
湖南省	近 10000 亿	—	合计 105 个，其中基础设施项目 75 个

来源：地方政府网站，国金证券研究所

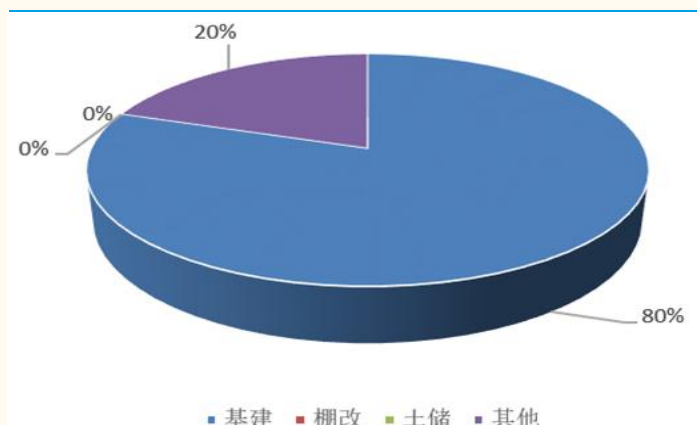
防控地方政府隐性债务风险的力度并未减弱，地方基建项目的增量资金主要来源将依靠专项债，当前专项债支持力度已明显加大。2019 年下半年开始，政府已陆续出台专项债对基建投资的扶持政策，2020 年更是将新增专项债额度由 2019 年的 2.15 万亿元提升到 3.75 万亿元。4 月，财政部副部长许宏才表示，2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域。这将促使专项债资金向基建领域流入。截至 2020 年 5 月底，我国已累计发行专项债 2.13 万亿，其中投入基建项目的比例高达 80.3%，而 2019 年投入基建领域的比例仅为 34%。

图表 38：2019 年专项债投入基建比例为 34%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：2020 年 1-5 月专项债投入基建比例为 80%



来源：Wind，国金证券研究所

为对冲疫情对经济的影响，基建项目审批速度加快，新建项目的增加未来将有力支撑基建投资的增长。2020 上半年，基建项目的复工复产启动顺利，不过建设仍以存量项目的赶工为主。根据全国投资项目在线审批监管平台统计，2020 年 1-4 月，我国基建审批项目总数累计为 69170 个，同比增长 106.89%，累计审批投资额为 12.46 万亿元，同比增长 150.39%。新增项目的建设将会在下半年开始逐步开启，对水泥需求产生正面影响。

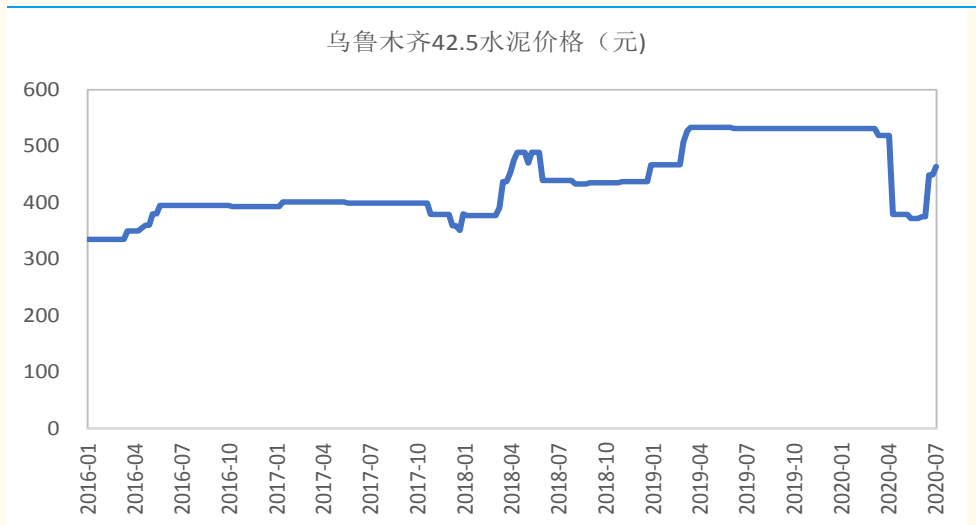
3.3 供给端的有效控制是稳定价格的关键

房地产是水泥重要的下游需求领域，市场担心在“房住不炒”背景下，未来房地产领域对水泥需求存在下滑的风险。我们认为，即使后期水泥需求出现下滑，只要供给端控制得当，水泥价格依然可以稳定在较高的水平。价格的高位运行可以降低由于量减少带来的利润下滑风险，有利于行业的长远发展。

2019 年中国建材联合会下发了《中国建筑材料行业协会系统行业自律公约》，并于 2019 年 8 月 6 日召开全国建材行业协调自律促进经济效益稳增长推进大会，中国水泥协会秘书长孔祥忠在大会上做了题为“行业自律效益增长是水泥行业高质量发展的基础”的发言。孔祥忠秘书长表示，水泥行业近几年出现的较好的效益稳增长局面，主要得益于全行业的自律行为，号召企业要熟练的运用供给侧手段对需求进行动态调整，水泥企业要将经营策略从“量本利”向“价本利”转变。2016 年以来水泥行业的利润回升主要得益于水泥行业的自救举措，而非行政化去产能手段，这也使得水泥企业有意愿将现有政策维持。

2020 年一季度受到疫情影响，新疆水泥需求不佳，电石渣水泥生产企业放弃执行采暖季错峰生产政策，导致了北疆水泥价格的大幅下跌。随后经过行业协会和当地政府的出面协调，问题得到妥善解决，北疆的水泥价格在 6 月份开始出现恢复性上涨。该事件使得行业内的企业意识到，如果未来供给控制不得当，水泥行业健康发展的局面可能被打破。

图表 40：传统水泥和电石渣水泥企业谈判破裂导致当地水泥价格大幅下跌



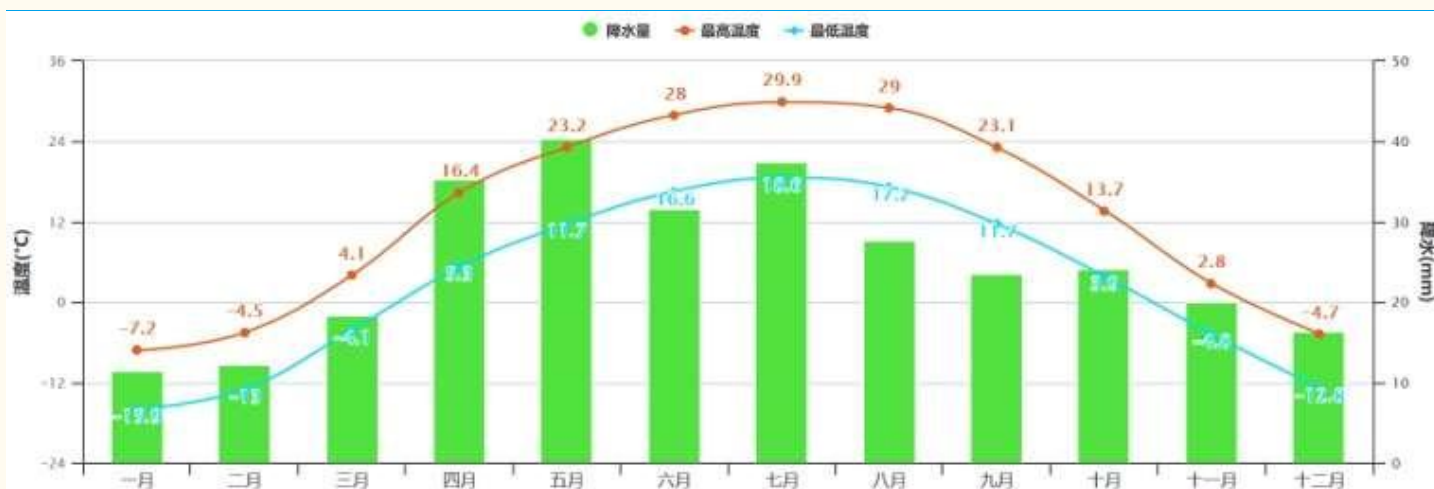
来源：Wind，国金证券研究所

4. 投资建议：三季度首选西北，四季度首选南方

此轮水泥价格的上涨已持续了将近 4 年，其跨度之长、力度之大为历史之最，究其原因还是在于供给侧改革过程中通过错峰生产等手段使得供给端得到有效控制，供需格局持续好转。经过这些年的实践，水泥企业逐渐确立了由“量本利”向“价本利”转换的经营策略，行业错峰生产落实情况逐年向好。因此，我们认为只要需求不出现断崖式下滑，行业足以通过控制供给来动态对冲需求的变化，进而维持价格的稳定。我们认为，6 月以来的水泥价格调整主要受季节影响，未来随着天气的好转，户外施工陆续启动，在赶工期和基建逆周期调节的背景下，我们看好 9 月及四季度水泥价格走势。

在当前时点，我们认为三季度西北地区的水泥企业更具有投资价值。西北地区水泥需求以基建领域为主，随着国家逆周期调节力度加大，西北基础设施建设提速的确定性较高，水泥消费也将随之增加。此外，2020 年内蒙古电石渣企业开始参与错峰生产，这将减少内蒙古水泥向甘肃、宁夏流入量，缓解地区供给压力。同时，新疆传统水泥企业与电石渣水泥企业新的“错峰置换”协议顺利达成，供给格局重新稳定。整体而言，西北地区水泥市场在三季度受雨水天气影响较小，且伴随供需基本面的持续向好，量价均具备支撑。

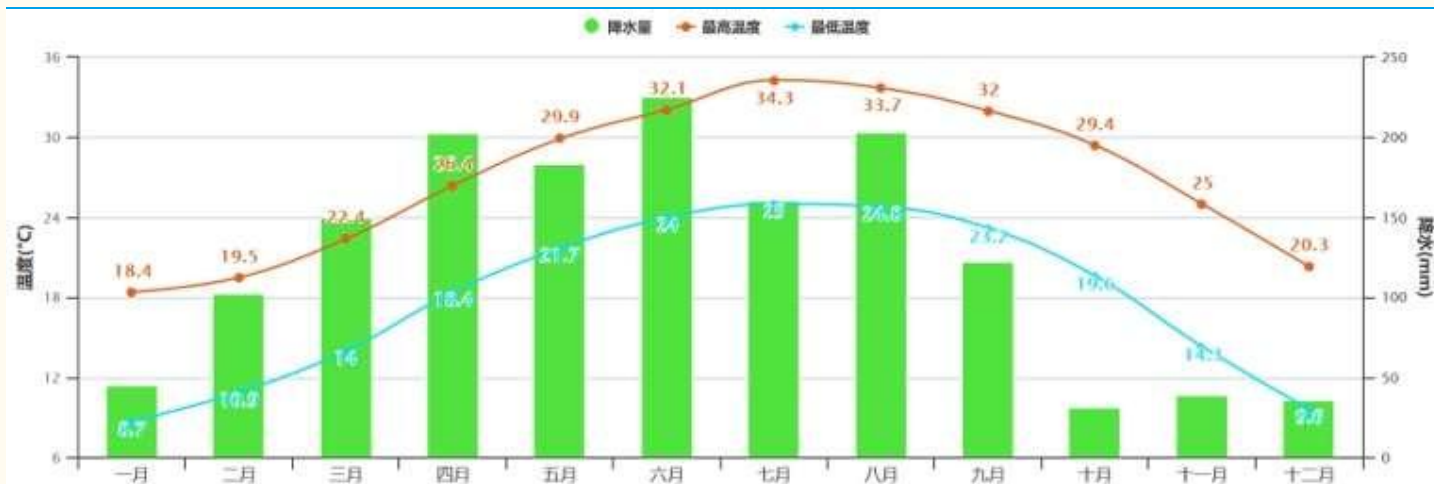
图表 41：乌鲁木齐降水最多的月份是春季



来源：中央气象台，国金证券研究所

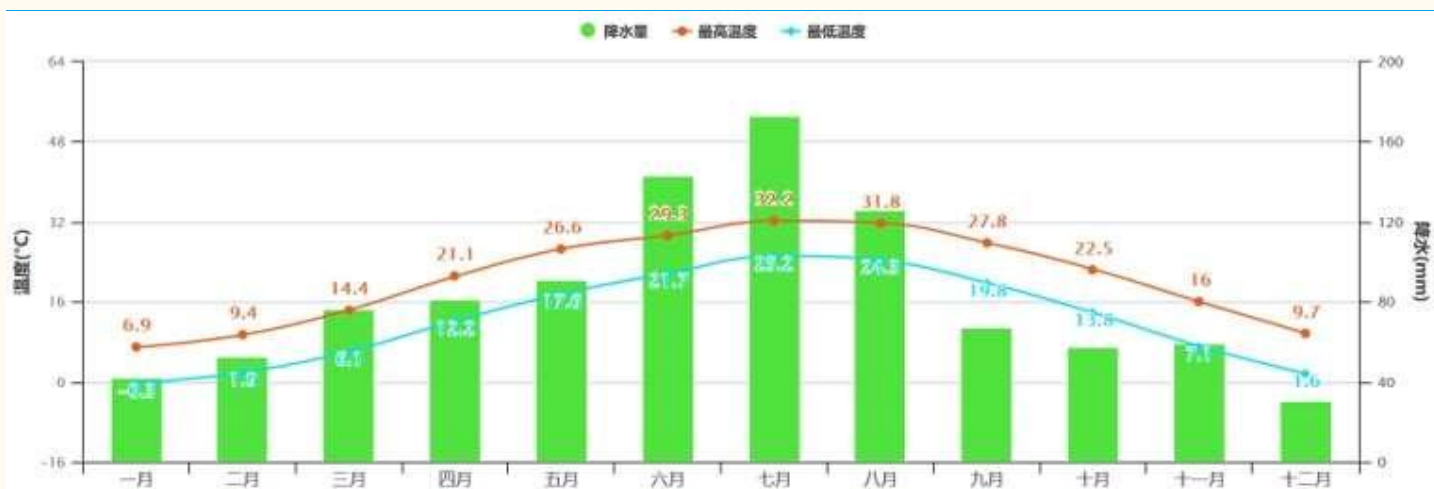
9月及四季度，我们看好南方地区水泥企业的价值修复。南方地区的水泥消费本就强于北方地区，待雨季过后，下游的赶工将带动需求的集中释放，水泥价格也有望重回升势。随着北方在四季度陆续进入采暖季，水泥出货量会受到影响，而南方水泥并不会受到采暖季限产导致的出货量下降，有望享受到量价齐升的红利。从历史数据来看，华东、中南地区水泥价格在四季度均会出现上涨。

图表 42：武汉四季度降水量大幅减少



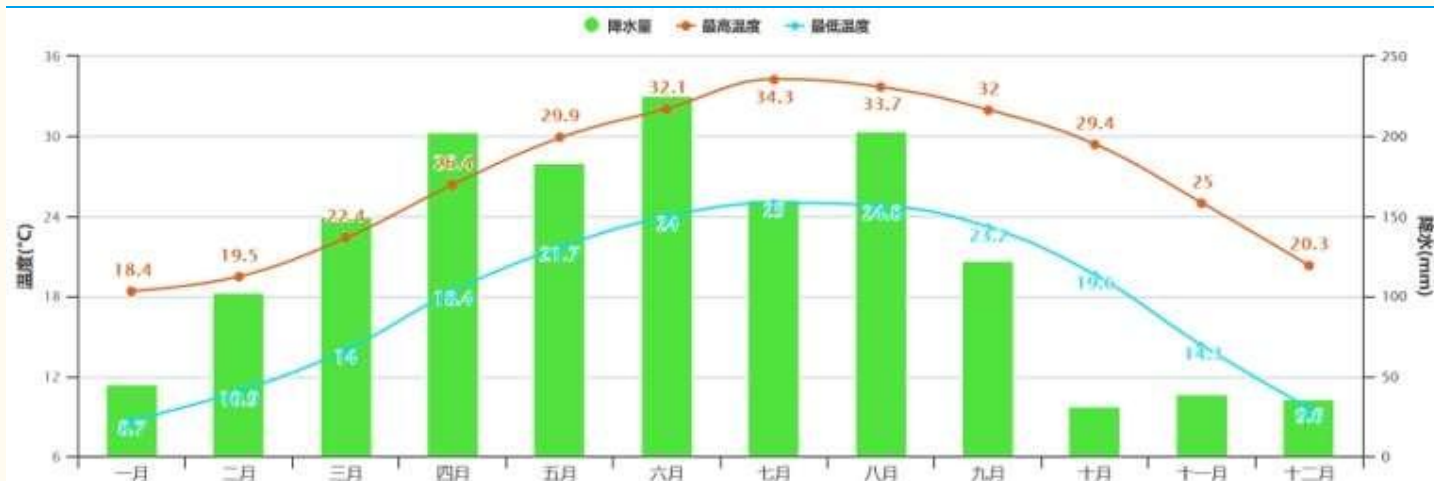
来源：中央气象台，国金证券研究所

图表 43：合肥四季度降水量较前三季度大幅减少



来源：中央气象台，国金证券研究所

图表 44：梅州四季度是一年中降水量最少的季节



来源：中央气象台，国金证券研究所

5. 风险提示

- 下游需求大幅下滑风险：水泥的下游需求与基建和房地产行业相关，如果基建领域和房地产领域的需求大幅下滑，将对水泥需求产生负面影响。
- 天气不利影响下游施工：基建和房地产施工与天气状况密切相关，如果出现重大气象灾难、重污染天气等事件，将影响下游施工进度进而影响水泥需求。
- 疫情防控常态化对生产要素配置影响：疫情影响原材料运输、人员流动，这些会对下游施工进度产生影响。
- 水泥行业供给政策出现调整：过去几年支持水泥价格上涨的因素主要是供给，如果供给侧政策出现松动，将影响水泥的供给，对价格产生负面影响。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH