

## 水泥行业深度研究报告（一）

# 下游需求恢复，延后的“春季躁动”

推荐（维持）

- 逆周期调节加码，水泥需求有望维持景气度：**水泥下游需求主要来自基建、房地产以及农村建设，占比各为三分之一左右，新冠疫情冲击下，2020年经济增长可能面临一定压力，从近期相关财政政策、货币政策以及专项债的使用情况来看，料基建增速将较去年有所加快，地产新开工不大可能出现大幅下滑，行业需求有望维持景气度。（1）**国家逆周期调节持续加码基建：**基建是2020年成长确定性较高的行业之一。**首先，政策倾斜性明显，**截至目前财政部已提前下达两批专项债，合计额度1.29万亿，占去年全年发行量的90%，另外第三批专项债也即将下达，全年大概率超3万亿；**其次，资金面显著改善，**新增专项债中超过65%均用于基建，而2018-2019年这个比例仅为20%左右，国常会要求，全年专项债均不得用于土地收储和房地产相关项目，预计后续额度仍将有较大比例流向基建。据我们测算，仅专项债可带动的基建增速就将达7.2~9.6个pp；**另外，审批持续放量，基建项目储备充足，**3月基建审批投资额达6.4万亿，2016年来首次连续四周超万亿，截至4月12日，年度累计审批投资超8万亿，累计同比97%，审批放量力度罕见；**综上，预计来自基建的水泥需求将有所增长；**（2）**房地产开发韧性较强：**2019年房地产开发投资额13.2万亿，同比+9.9%；房屋新开工面积22.7亿平米，同比+8.5%，尽管19H2持续下行但仍居高位，我们预计2020年也不会出现大幅度下滑；地产竣工面积同比+2.6%，其中12月单月增速超20%，预计2020年将延续上行趋势；叠加老旧小区改造，**料来自地产的水泥需求将持稳或小幅上涨。**
- 错峰限产、严禁新增产能，有效控制水泥供给端：**控制供给端是水泥行业稳步前行的关键，近几年国家推行错峰限产、严禁新增产能等举措，水泥在供给端得到有效控制，水泥价格步入上行轨道。**我们预计2020年水泥供给端仍将收紧，**主要有以下几点原因：**1）2020年是打赢蓝天保卫战的最后关键一年，**环保趋严压力下，2020年错峰限产力度预计只增不减，当前各省市已陆续出台了具体的错峰生产时间安排；**2）当前我国水泥产能利用率仍较低，**2019年产能利用率仅为66.6%，去产能仍势在必行；**3）国家严禁新增产能，严肃产能置换。**2020年预计新增水泥熟料净产能仅2045.3万吨，占当前产能比例不到1%，预计对供给端冲击较小。
- 全国价格企稳，出货改善，预计水泥将迎年内第一个恢复期。1）价格：企稳为主基调，**上周（0406-0412）全国水泥均价小幅上涨0.17元/吨至434.83元/吨，大部分地区价格企稳，31个地区中仅郑州上调50元/吨，南昌、重庆、乌鲁木齐分别下调15元/吨、10元/吨、20元/吨，其余地区价格均保持不变；**2）出货：大多地区均有改善，**全国平均出货率环比提高近9个pp至81.42%，其中京津冀和华东地区改善最为明显，浙江、安徽等地部分城市甚至出现销大于产的情况，我们认为主要系下游需求恢复情况较好；**3）库存：复工推进利好去库存，**华北库存比基本恢复至去年同期水平，华东、中南、西南环比降幅较大，但仍高于去年同期。**我们认为受疫情影响，2020年水泥价格上涨时间约较去年推迟15~25天左右，**目前正处上涨通道开启初期，一季度挤压的需求释放叠加季节性恢复，水泥价格有望迎来回暖。2020年1~2月全国水泥产量为1.5亿吨，同比下滑近30%，仅辽宁一省产量实现增长。随着各地疫情平稳，重大工程复工复产推进，一季度积压的需求将逐步释放，**我们认为Q2行业需求可能出现较大反弹。**
- 个股推荐：**季节性回暖叠加一季度积压的需求释放，水泥行业即将进入上行通道，逆周期调节力度加大，全年需求增长仍值得期待。**重点推荐海螺水泥，**建议关注冀东水泥、中国建材、天山股份、祁连山、宁夏建材等。
- 风险提示：**新冠疫情扩散超预期，基建投资不及预期，房地产投资不及预期，错峰限产政策执行力度不及预期等。

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

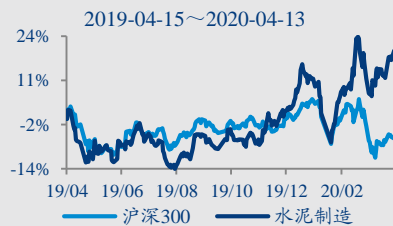
执业编号：S0360519060002

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	18	0.47
总市值(亿元)	5,529.27	0.88
流通市值(亿元)	4,348.85	0.94

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	5.14	23.67	19.33
相对表现	10.15	27.72	25.23



## 投资主题

### 报告亮点

我们详细量化了 2018-2020 年专项债的使用领域，并测算了 2020 年专项债可带动的基建增速，约 7.2~9.6 个 pp。我们认为在基建增长确定性较高以及地产仍具一定韧性的情况下，水泥行业需求有望维持增长；

我们汇总了 2019-2020 年各地区的水泥错峰生产方案，预计环保监管将维持高压态势，另外，内蒙近期也公示了水泥企业与电石渣企业的错峰生产产能置换具体方案，料行业格局将继续优化；

我们统计了全国各地近期的水泥价格和库存变化，并与去年同期进行了对比，综合当前的价格、需求、库存情况，我们认为受疫情影响，2020 年水泥价格上涨时间约较去年推迟 15~25 天左右，目前正处上涨通道开启初期，一季度挤压的需求释放叠加季节性恢复，水泥价格有望迎来回暖。

### 投资逻辑

**季节性恢复+积压需求释放，预计水泥行业即将进入上行通道：**1) **需求：**短期看随着各地复工复产推进，一季度积压的需求即将释放，Q2 行业需求将迎反弹；全年看，疫情冲击下，经济下行压力较大，逆周期调节加码基建，行业资金面显著改善，地产仍具一定韧性，料不会出现大幅下滑，水泥需求全年仍有望维持增长；2) **供给：**供给端格局优化是水泥行业近几年较为景气的主要逻辑，预计 2020 年将继续演绎。一方面现有产能错峰生产仍将继续，2020 年是打赢蓝天保卫战的最后关键一年，环保压力叠加全行业较低的产能利用率，预计错峰限产力度只增不减；另外新增产能较为有限，根据数字水泥网，预计 2020 年净新增水泥熟料产能仅 2045.3 万吨，占当前产能比例不到 1%，对供给端冲击较小；3) **价格：**上周（0406-0412）全国水泥均价小幅上涨 0.17 元/吨至 434.83 元/吨，大部分地区价格企稳，变化不大，但库容比改善明显，浙江、安徽等地部分城市甚至出现销大于产的情况，我们认为受疫情影响，2020 年水泥价格上涨时间约较去年推迟 15~25 天左右，目前正处上涨通道开启初期。

# 目 录

一、需求端：基建逆周期加码+地产强韧性，需求有望延续景气度.....	5
（一）专项债投入力度大，流向基建比例显著增加 .....	5
（二）基建审批额度连续四周超万亿，项目储备充足 .....	6
（三）房地产开发韧性强，新开工面积增速较快 .....	7
二、供给端：错峰限产调节产能空间，新增产能有效遏制.....	8
（一）错峰限产政策有效控制供给端，调节空间大 .....	8
（二）严禁新增产能及严肃产能置换，新增产能得到有效遏制 .....	9
三、行业格局优化，水泥有望延续量价齐升.....	10
（一）行业格局优化，市场集中度持续提升 .....	10
（二）积压需求释放+季节性恢复，水泥价格有望进入上涨通道 .....	12
（三）1~2 月全国水泥产量同比下滑近 30%，预计 Q2 将出现较大反弹 .....	14
四、个股推荐.....	15
五、风险提示.....	16

# 图表目录

图表 1	2015 年 6 月至今专项债发行量（亿元）	5
图表 2	2019 年专项债投入基建比例	6
图表 3	2020 年 Q1（截止 3.27 日）投入基建比例	6
图表 4	近三年专项债用途统计	6
图表 5	单周基建审批投资额（亿元）	7
图表 6	单月基建审批投资额（亿元）	7
图表 7	房地产开发投资额（亿元）及增速	7
图表 8	房屋新开工面积（万方）及增速	7
图表 9	房屋竣工面积（万方）及增速	8
图表 10	部分地区 2019-2020 年错峰生产时间安排情况	8
图表 11	各区域历年水泥熟料产能利用率情况	9
图表 12	19 年水泥和熟料产量（亿吨）及产能利用率	9
图表 13	水泥行业产能置换相关政策	10
图表 14	2019 年分区新增熟料产能情况（万吨）	10
图表 15	2020 年分区预计净新增熟料产能情况（万吨）	10
图表 16	TOP10 企业水泥熟料产能集中度情况	11
图表 17	2019 年华东地区产能分布情况	11
图表 18	2019 年华北地区产能分布情况	11
图表 19	2019 年东北地区产能分布情况	12
图表 20	2019 年中南地区产能分布情况	12
图表 21	2019 年西南地区产能分布情况	12
图表 22	2019 年西北地区产能分布情况	12
图表 23	2019 年 3-5 月各地水泥价格走势	13
图表 24	2020 年初至今各地水泥价格走势	13
图表 25	全国各地水泥价格近期变化	13
图表 26	2020 年初至今各地水泥库存情况（%）	14
图表 27	2020 年初至今各地水泥出库情况（%）	14
图表 28	全国各地当前库容比与去年同期对比（%）	14
图表 29	全国各地当前出货率与去年同期对比（%）	14
图表 30	2016 年至今水泥月度产量（万吨）及累计同比	15
图表 31	2020 年 1~2 月全国各区域水泥产量占比（%）	15
图表 32	2020 年 1-2 月全国各地水泥产量同比增速	15
图表 33	水泥企业 2019 年盈利情况及估值	15

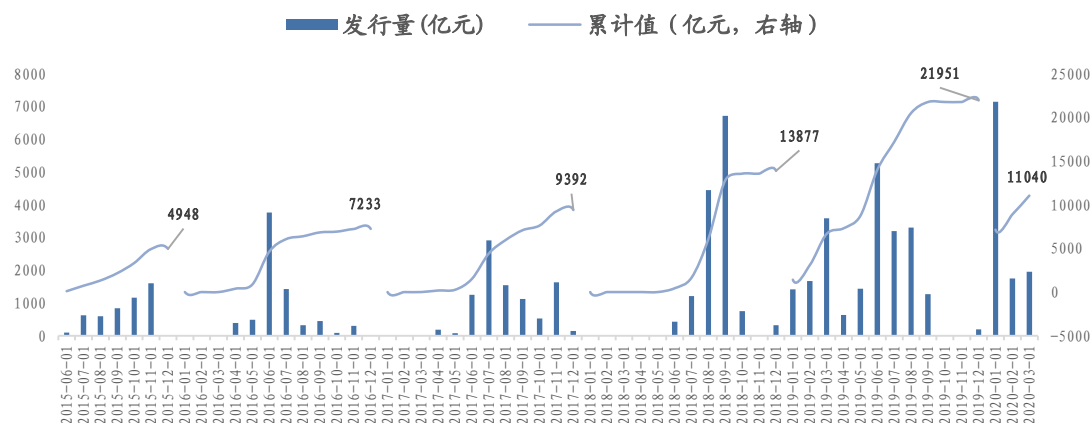
## 一、需求端：基建逆周期加码+地产强韧性，需求有望延续景气度

水泥的下游需求主要集中在基建及房地产领域。受疫情影响，各地建设工程项目开工延迟，水泥需求延缓。随着疫情基本控制，各地工程项目已陆续复工，水泥需求将逐步释放。我们认为2020年水泥需求有望维持景气度的主要逻辑有两点：1）逆周期持续加码基建投资。2020年提前批专项债发行额度大幅增加，其中流向基建比例近七成，此外，基建审批投资额连续四周超万亿。2）房地产行业依旧保持强韧性。2019年全年房地产开发投资额及房屋新开工面积均保持较快增速，房地产竣工面积自下半年开始逐步回暖。随着货币政策迎来宽松，行业融资面回暖，预计2020年地产投资力度仍较大，此外，看好房地产竣工逻辑继续演绎。

### （一）专项债投入力度大，流向基建比例显著增加

**2020年专项债发行量大幅增加。**近几年专项债发行规模持续扩大，2015年全年发行量仅为0.49万亿，到2019年发行规模已达2.20万亿，四年CAGR达45.1%。2019年11月以来，财政部已提前下达两批新增专项债额度12900亿元，截止4月12日，已发行10969亿元，同比增速超60%。经济下行压力下，增加专项债发行量一方面有助于支撑基建、托底经济；另一方面也有利于缓解地方财政支出压力。按照2019年58.2%的增速，预计2020年专项债发行总额将在3.5万亿左右。

图表1 2015年6月至今专项债发行量（亿元）

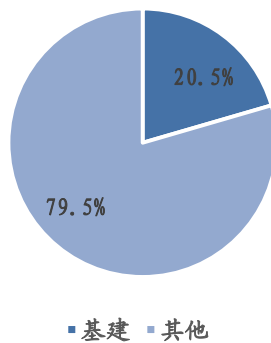


资料来源：wind、中国债券信息网，华创证券

**新增专项债投入基建比例接近七成。**2019年9月，国常会要求专项债资金不得用于土储棚改及房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，专项债流向管控从严，引导地方投资向基建倾斜。根据我们统计的2020年已发行专项债用途，相较去年超60%投向土储棚改，今年新增专项债基本投向了基建，比例超过65%，其中，交通运输类投资占比最大，达28%。假设全年专项债发行量为3.5万亿，其中1.29万亿（前两批）中67%用于基建，之后部分40%~60%用于基建，则全年用于基建的比例约50%~63%，额度约1.75万~2.19万亿，较去年的基建额度高出1.31万~1.75万亿，可带动基建增速7.2~9.6个pp。

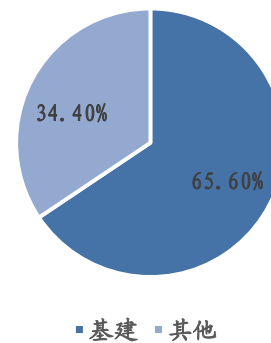


图表 2 2019 年专项债投入基建比例



资料来源：wind，华创证券

图表 3 2020 年 Q1（截止 3.27 日）投入基建比例



资料来源：wind，华创证券

图表 4 近三年专项债用途统计

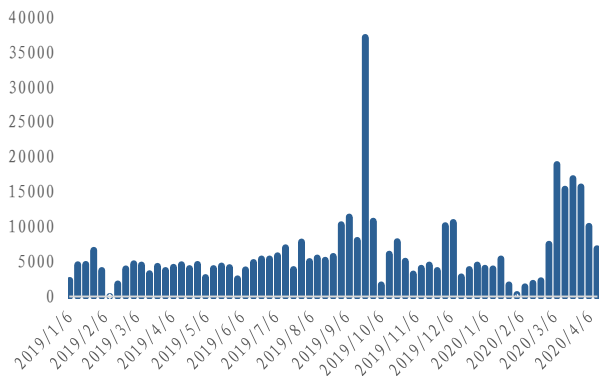
投入领域	2018		2019		2020（截止 4.12 日）	
	额度	占比	额度	占比	额度	占比
土储棚改	9193.8	66.47%	14038.32	63.73%	0	0.00%
公路铁路轨交	1964.84	14.20%	2714.70	12.32%	3099.30	27.98%
房建	1367.55	9.89%	2408.06	10.93%	3305.68	29.84%
水资源/生态环境	535.08	3.87%	1101.04	5.00%	1682.87	15.19%
配套基建	137.23	0.99%	282.50	1.28%	1316.74	11.89%
乡村建设	99.51	0.72%	158.26	0.72%	157.07	1.42%
水库/水厂	29.16	0.21%	16.72	0.08%	319.34	2.88%
停车场	5.88	0.04%	17.21	0.08%	190.16	1.72%
其他基建	152.77	1.10%	365.89	1.63%	677.54	6.12%
其他非基建	346.65	2.51%	931.96	4.23%	328.00	2.96%
合计	13832.55		22034.67		11076.70	

资料来源：中国债券信息网，华创证券

## （二）基建审批额度连续四周超万亿，项目储备充足

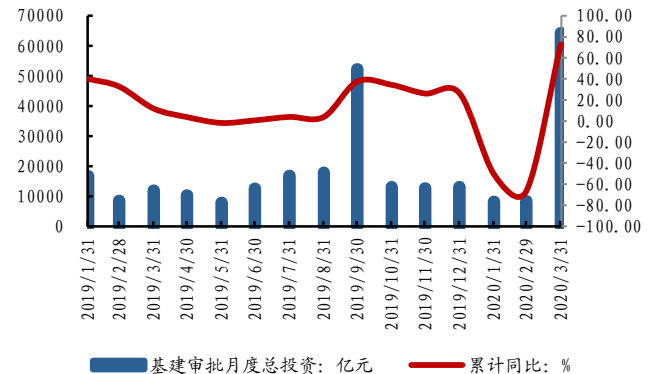
审批投资额放量，基建逆周期持续加码。3 月基建审批投资额达 6.4 万亿，2016 年来首次连续四周超万亿，截至 4 月 12 日，年度累计审批投资超 8 万亿，累计同比 97%，审批放量力度罕见。疫情过后逆周期调节再次加码基建，项目储备充足。

图表 5 单周基建审批投资额（亿元）



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，华创证券

图表 6 单月基建审批投资额（亿元）

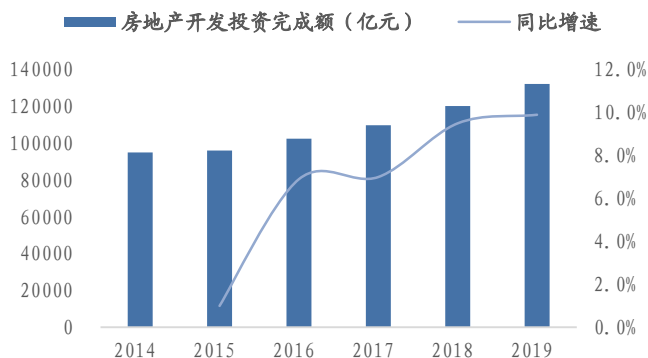


资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，华创证券

### （三）房地产开发韧性强，新开工面积增速较快

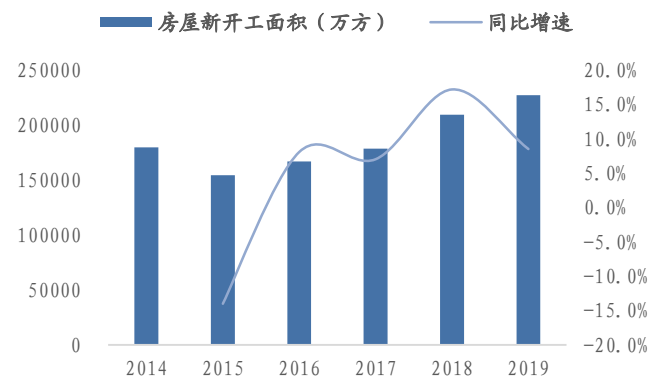
从房地产开发投资力度来看：2019 年房地产开发投资额达 13.2 万亿元，同比增长 9.9%，随着货币政策迎来宽松，行业融资面有望回暖，我们预计疫情过后的地产投资仍将保持较强度。从房地产开工面积状况来看：近几年我国房地产新开工面积增长较快，2019 年房屋新开工面积 22.7 亿平米，同比增长 8.5%。从房屋竣工状况来看：从 2019 年 6 月份开始，地产竣工状况逐步回暖，2019 年 Q4 单季度同比+16%，受房企加速竣工促回款以及延长开发周期影响，房屋新开工面积和竣工面积增速形成背离，预计近两年将迎来竣工潮。随着疫情过后，地产项目的陆续开工，水泥需求将持续释放。

图表 7 房地产开发投资额（亿元）及增速



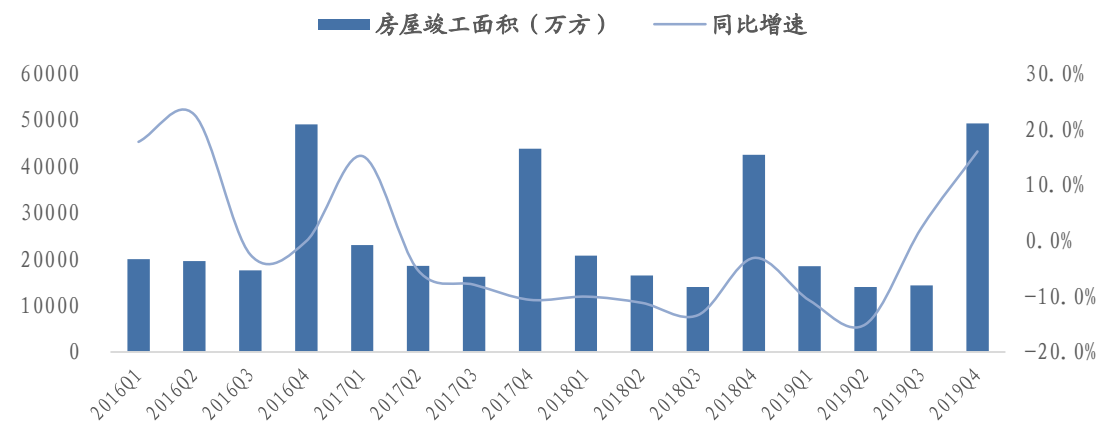
资料来源：国家统计局，华创证券

图表 8 房屋新开工面积（万方）及增速



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 9 房屋竣工面积（万方）及增速



资料来源：国家统计局，华创证券

## 二、供给端：错峰限产调节产能空间，新增产能有效遏制

控制供给端是水泥行业稳步前行的关键。水泥行业产能过剩已维持较长时间，近几年随着国家严格推行错峰限产、严禁新增产能等举措，使得水泥在供给端得到有效控制，水泥价格也因此步入上行轨道。我们认为未来水泥供给端仍将收紧，主要逻辑有以下几点：1）当前产能利用率仍较低，“去产能”仍势在必行；2）环保趋严，伴随着新一轮大气治理攻坚，错峰限产预计将成常态；3）严禁新增产能、严肃产能置换政策持续收紧，新增产能得到有效控制。

### （一）错峰限产政策有效控制供给端，调节空间大

2015年11月，工信部、环保部联合颁布《关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》，首次提出北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团在北方采暖期内的熟料生产线试行错峰生产。之后，各项错峰限产政策陆续颁布，水泥产量得到有效控制。2020年是打赢蓝天保卫战三年行动计划的最后关键一年，错峰限产力度预计只增不减：自2019年11月份起，全国各省市陆续发布错峰停产方案；今年3月份，内蒙古工信厅正式发布《关于对电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案》，要求内蒙古冀东水泥等四家传统水泥熟料企业分别与乌海及周边地区的内蒙古亿利冀东水泥有限公司等五家电石渣熟料企业签订产能置换协议；此外，生态环境部于2019年11月12日同时下发《汾渭平原2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》和《长三角地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理行动方案》。

图表 10 部分地区 2019-2020 年错峰生产时间安排情况

省市	时间（天）	具体安排
江苏	60	江苏省涉及熟料生产的23家企业、39条生产线2020年全年停窑总天数60天，其中：春节期间(1月1日~3月31日)停窑30天。梅雨高温季节(6月1日~9月30日)停窑20天，年末(10月1日~12月31日)停窑10天
宁夏	100	错峰生产时间：2019年12月1日——2020年3月10日
山西	——	错峰生产时间为2019年10月1日~2020年3月31日。各片区可根据当地政府部门要求及市场需求变化的实际情况作适当调整，但要确保2019年~2020年冬春季水泥错峰生产时间4个月
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）

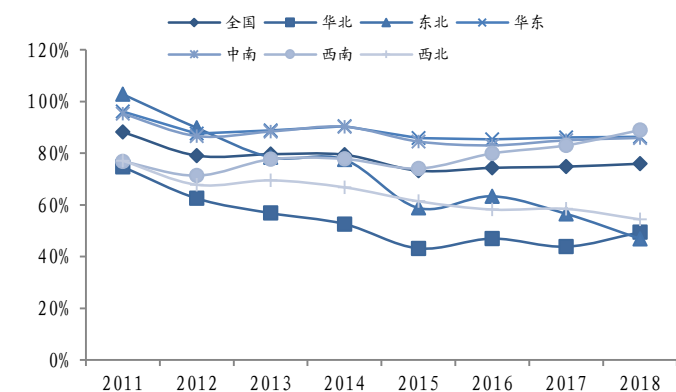


省市	时间（天）	具体安排
青海	120	青海省水泥熟料生产线在 2019 年 11 月 15 日-2020 年 9 月 30 日期间执行错峰生产，海西州水泥企业累计停窑时间 120 天，其余地区累计停窑时间 5.5 个月
黑龙江	180	2019 年 10 月 20 日至 2020 年 4 月 20 日在黑龙江全省所有水泥熟料生产企业（含利用电石渣生产熟料的企业）全面实行错峰生产
吉林	143	2019 年 11 月 10 日至 2020 年 3 月 31 日全面实行错峰生产
湖南	—	大气污染防治特护期（2020 年第一季度），各新型干法水泥熟料生产企业按照错峰停窑不少于 40 天（重点区域长株潭及岳阳、常德、益阳和衡阳市的企业不少于 45 天执行）
山东	160	2019 年 11 月 15 日 0 时-2020 年 3 月 15 日 24 时。（2018 年 11 月 15 日-2019 年 10 月 31 日期间，积极落实秋冬季错峰生产、夏季错峰生产及各市统一组织的环境污染减排任务，错峰生产总时间超过 160 天的企业，可按照实际超出天数延迟错峰生产，但最迟应于 2019 年 12 月 1 日 0 时开始实施错峰生产
辽宁	150	2019 年 11 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日，辽宁省内所有水泥熟料生产线实施错峰生产。其中，大连地区停窑错峰时间自 2019 年 11 月 5 日至 2020 年 4 月 5 日
甘肃	90	自 2019 年 10 月 20 日至 2020 年 3 月 31 日期间，全省所有水泥熟料生产线原则上按计划停产 90 天
河南	120	水泥行业 2019 年 11 月 1 日至 12 月 31 日停窑，2020 年 1 月份生产，2020 年 2 月 1 日至 3 月 31 日停窑
内蒙古	120	2019 年至 2020 年度错峰时间为自 2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日共 4 个月全面实行错峰生产
陕西	120	2019 年陕西省水泥企业错峰停产时间为 2019-2020 冬防期（11 月 15 日至次年 3 月 15 日）

资料来源：各地方政府网站，华创证券

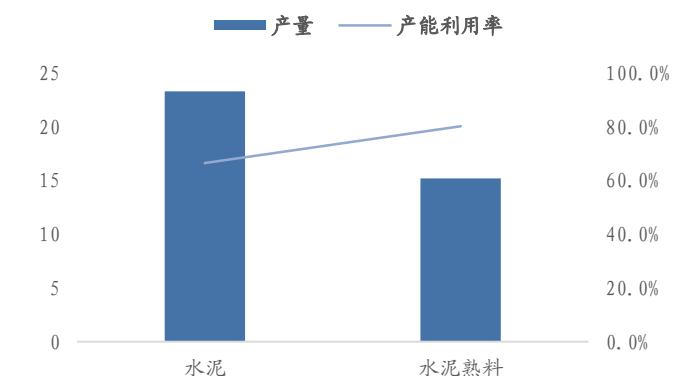
产能利用率较低，去产能势在必行。随着近几年国家针对水泥实施错峰限产，“去产量”成效显著，但“去产能”效果并不明显。近几年全国各区域产能利用率呈下降趋势，2019 年全国水泥总产能约 35 亿吨，水泥产量 23.3 亿吨，产能利用率仅为 66.6%；熟料总产能 19.0 亿吨，产量 15.2 亿吨，产能利用率约 80.2%。我国水泥产能利用率仍较低，供给侧结构性改革需进一步深化。

图表 11 各区域历年水泥熟料产能利用率情况



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 12 19 年水泥和熟料产量（亿吨）及产能利用率



资料来源：国家统计局，华创证券

## （二）严禁新增产能及严肃产能置换，新增产能得到有效遏制

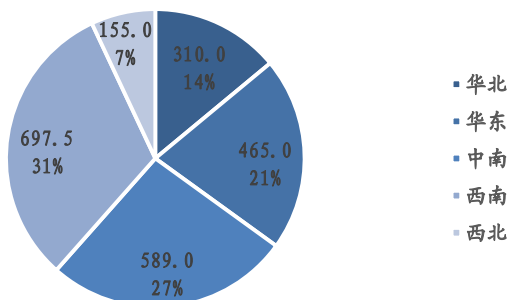
严肃产能置换，坚决禁止新增产能。2016 年 5 月国务院发布的《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，明确提出严禁新增产能，通过淘汰落后产能、推进联合重组及推行错峰限产等方式压减过剩产能。2020 年 1 月，工信部在《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》指出，已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换。

**图表 13 水泥行业产能置换相关政策**

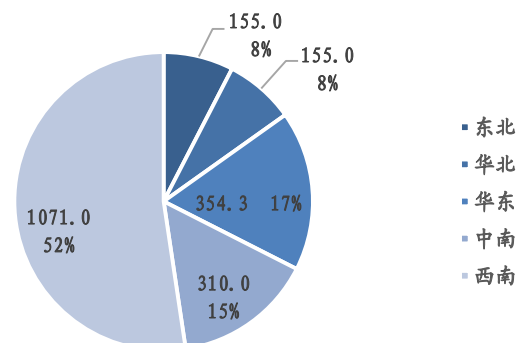
时间	发布部门	政策	主要内容
2015 年 3 月	工信部	《关于水泥行业产能置换有关问题的意见》	水泥粉磨站新建（改、扩）和在建项目可依据本地区水泥工业结构调整方案优化布局；JT 窑可用于水泥熟料（改、扩）建项目产能置换。
2015 年 4 月	工信部	《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》	京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区需要置换被淘汰的产能的数量不低于建设项目产能的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。
2016 年 5 月	国务院	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增收益的指导意见》	通过严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组以及推行错峰限产等方法压减过剩产能。
2018 年 1 月	工信部	《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》	严禁钢铁、水泥和平板玻璃行业新增产能，继续做好产能置换工作。
2018 年 8 月	工信部	《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》	提出，一、提高认识，坚决禁止新增产能；二、源头把关，严禁备案新增产能项目；三、认真细致，从严审产能置换方案；四、强化监管，确保产能置换方案执行到位。
2020 年 1 月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换；位于环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别至少为 1.5:1 和 1.25:1；位于非环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别至少为 1.25:1 和 1:1；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。

资料来源：中国政府网等相关政府网站，华创证券

**新增产能占比低，对供给端冲击有限。**据数字水泥网统计，2019 年新增熟料产能 2216.5 万吨，公告产能置换项目 14 个，通过减压置换，压减过剩产能 604 万吨。预计 2020 年新增水泥熟料产能 3510.3 万吨，剔除有效置换拆除的产能 1465 万吨，预计净新增熟料产能 2045.3 万吨。从区域分布来看，西南地区新增产能最多，达 1071 万吨，占比 56.6%。2020 年预计净新增熟料产能占当前产量比例不足 1%，且受疫情影响，投产延后，预计新增的产能对供给端冲击较小。

**图表 14 2019 年分区新增熟料产能情况（万吨）**


资料来源：数字水泥网，华创证券

**图表 15 2020 年分区预计净新增熟料产能情况（万吨）**


资料来源：数字水泥网，华创证券

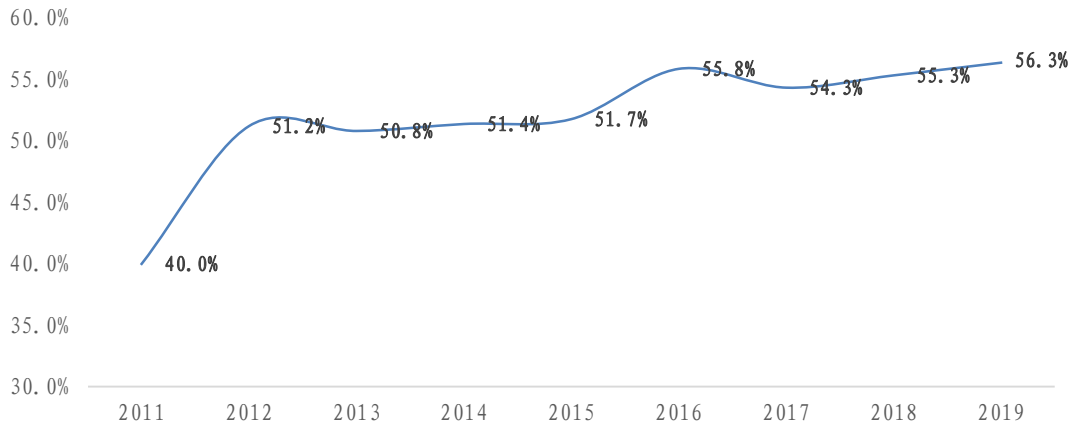
### 三、行业格局优化，水泥有望延续量价齐升

#### （一）行业格局优化，市场集中度持续提升

随着近几年水泥行业供给侧结构性改革深化，在错峰限产、严禁新增产能等政策的推动下，大批低端产能被淘汰，

行业竞争格局明显改善。2019 年水泥行业首次突破万亿营收，实现营业收入 1.01 万亿，同比+12.5%，净利润 1867 亿元，同比+19.6%，经济效益大幅改善。近几年水泥行业集中度处于稳步提升态势，2019 年 TOP10 企业水泥熟料产能集中度为 56.3%，较去年提升了 1 个 pp。

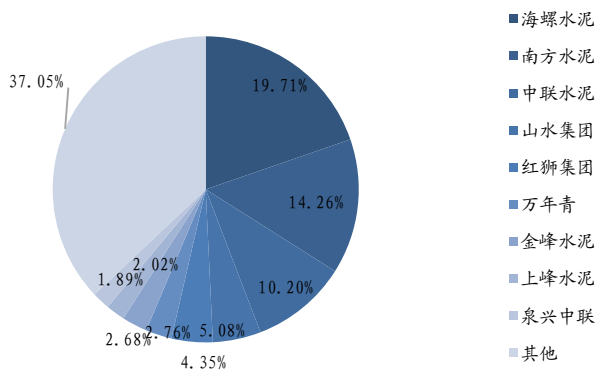
图表 16 TOP10 企业水泥熟料产能集中度情况



资料来源：中国水泥网，华创证券

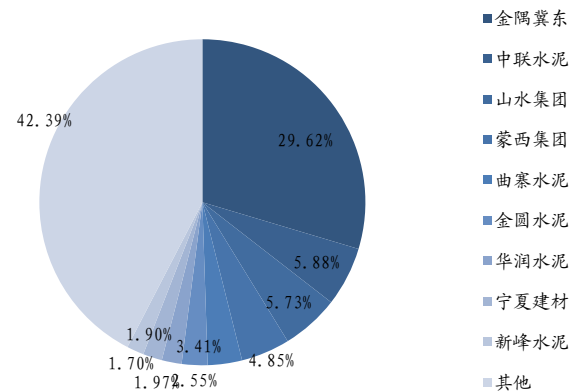
分地区看，中南、西北地区集中度相对较低，两地 TOP1 企业分别为海螺水泥、天山股份。2019 年华东、华北、东北、中南、西南、西北地区 TOP 9 水泥企业集中度各为 63%、58%、85%、57%、69%、60%，东北和西南地区集中度较高，其余均在 60%左右；TOP 1 水泥企业市场份额各为 20%、30%、24%、12%、24%、13%，仅中南和西北明显低于 20%，集中度仍有提升空间，目前两地最大水泥企业分别为海螺水泥、天山股份。

图表 17 2019 年华东地区产能分布情况



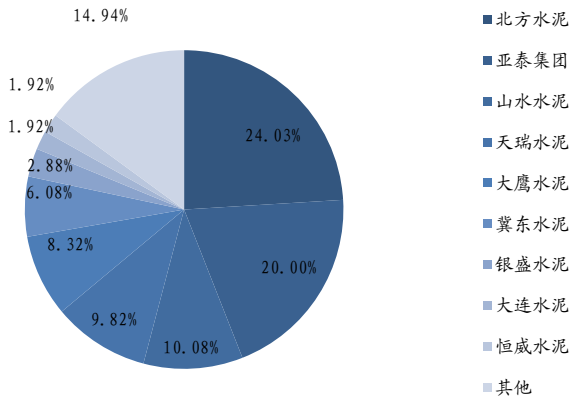
资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 18 2019 年华北地区产能分布情况



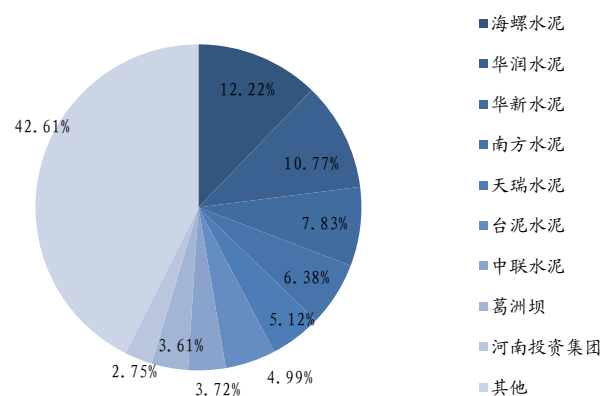
资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 19 2019 年东北地区产能分布情况



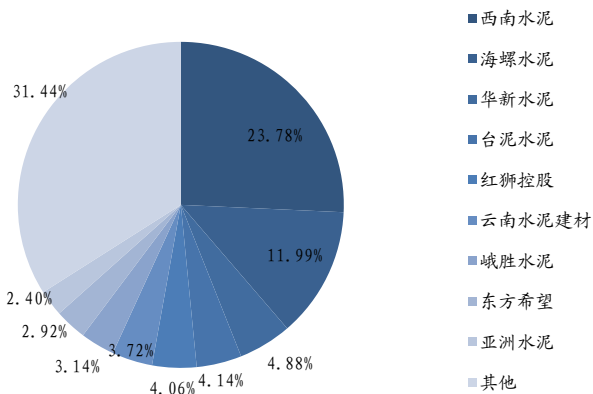
资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 20 2019 年中南地区产能分布情况



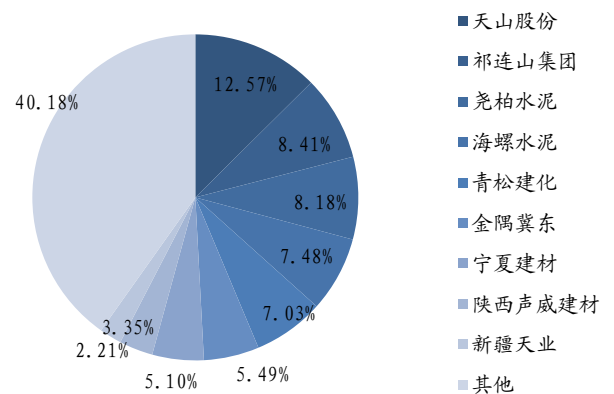
资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 21 2019 年西南地区产能分布情况



资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 22 2019 年西北地区产能分布情况



资料来源：数字水泥网，华创证券

## （二）积压需求释放+季节性恢复，水泥价格有望进入上涨通道

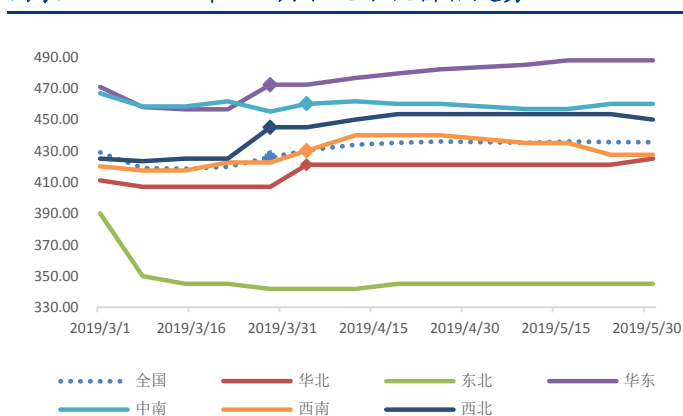
全国价格企稳，出货改善，水泥将迎年内第一个恢复期。1) 价格：企稳为主基调，上周（0406-0412）全国水泥均价小幅上涨 0.17 元/吨至 434.83 元/吨，大部分地区价格企稳，31 个地区中仅郑州上调 50 元/吨，南昌、重庆、乌鲁木齐分别下调 15 元/吨、10 元/吨、20 元/吨，其余地区价格均保持不变；2) 出货：大多地区均有改善，全国平均出货率环比提高近 9 个 pp 至 81.42%，其中京津冀和华东地区改善最为明显，浙江、安徽等地部分城市甚至出现销大于产的情况，我们认为主要系下游需求恢复情况较好；3) 库存：复工推进利好去库存，华北库容比基本恢复至去年同期水平，华东、中南、西南环比降幅较大，但仍高于去年同期。我们认为受疫情影响，2020 年水泥价格上涨时间约较去年推迟 15~25 天左右，目前正处上涨通道开启初期，一季度挤压的需求释放叠加季节性恢复，水泥价格有望迎来回暖。

- 华北：2019 年华北地区水泥价格开始回暖时间为 4 月初左右，近期受疫情影响价格较为稳定，当前库容比为 62.18%，是全国最接近去年同期水平的地区，预计随着重大项目赶工进程加快，价格有望迎来上涨；
- 东北：受气候影响，东北地区水泥旺季开启时间较晚，一般在 5~6 月左右，另外，考虑近期黑龙江境外输入病例较多，预计短期内需求端仍有一定压力；
- 华东：全年产量相对较为平均，仅 1~2 月为水泥生产淡季，价格和需求一般为全国较早恢复的地区。上周华东

库容比环比改善明显，浙江、安徽等地部分城市甚至出现销大于产的情况，估计下游需求恢复较好；但由于部分地区，如南昌，受雨水气候和库存压力影响，已有企业率先降价，后期不排除其他企业跟降情况，预计华东区域价格走势可能出现分化；

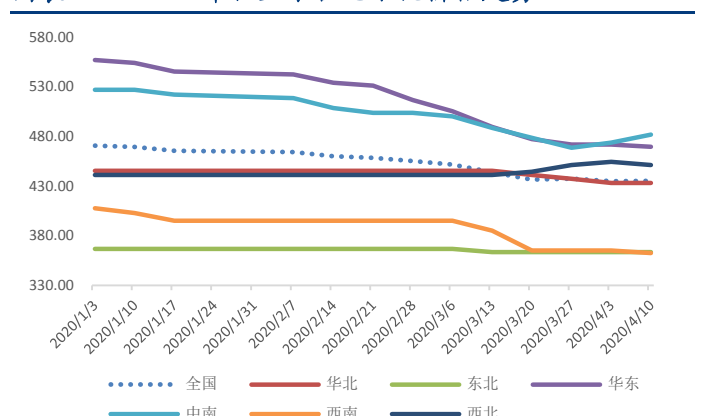
- **中南：**近期价格持续上涨，主要系郑州连续两周上调价格，上调幅度均为 50 元/吨，其他城市价格持稳。中南地区当前库存比为 73.68%，为全国最高地区，且大幅高于去年同期 17 个百分点，尽管湖北需求正在恢复，但预计短期内价格上涨动力仍不足；
- **西南：**受重庆下调价格影响，西南地区水泥价格上周小幅下滑；库存情况改善明显，但仍高于去年同期，主要系重庆和四川库存比同比增幅较大。西南地区基建投资力度较大，四川 2020 年已发行专项债超 600 亿，位列全国第三，且当前价格不仅大幅低于去年同期水平，也低于全国其他地区平均水平。我们认为随着后期需求恢复，价格存在上调可能；
- **西北：**3 月下旬时青海地区涨价通知带动了西北地区水泥价格上涨，而上周下降主要系新疆受需求压力影响下调了价格。目前西北仅陕西省库容比较高，其他四省均低于 58%，青海仅为 40%；另外，3 月末内蒙古工信厅公示了 4 家水汽企业和 5 家电石渣企业的错峰生产产能置换方案，涉及产线的合计产能为 20000t/d，停窑时间最长 4 个月，最短一个月，当地供需格局有望继续改善。

图表 23 2019 年 3-5 月各地水泥价格走势



资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 24 2020 年初至今各地水泥价格走势



资料来源：数字水泥网，华创证券

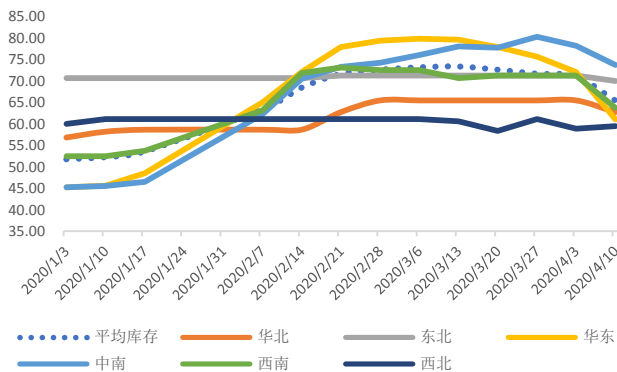
图表 25 全国各地水泥价格近期变化

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
当前价格	434.83	433.00	363.33	469.29	481.67	362.50	450.83
较上周	0.17	0.00	0.00	-2.14	8.33	-2.50	-3.33
较 2 周前	-2.26	-4.00	0.00	-2.14	13.33	-2.50	0.00
较 4 周前	-9.00	-12.00	0.00	-20.00	-6.67	-22.50	10.00
较去年同期	1.00	12.00	21.67	-7.14	20.00	-77.50	0.83

资料来源：数字水泥网，华创证券（注：当前价格为 0406-0412 期间均价）

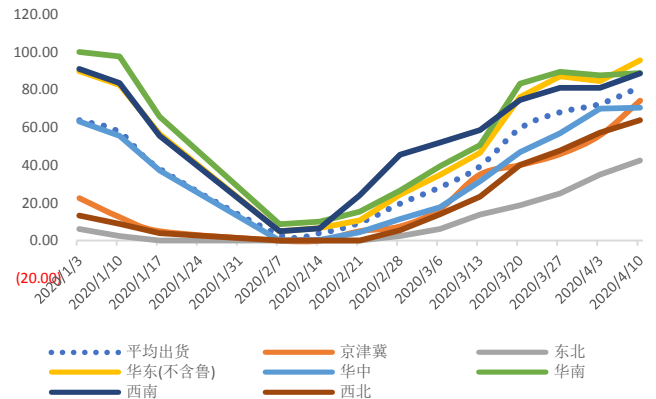


图表 26 2020 年初至今各地水泥库存情况（%）



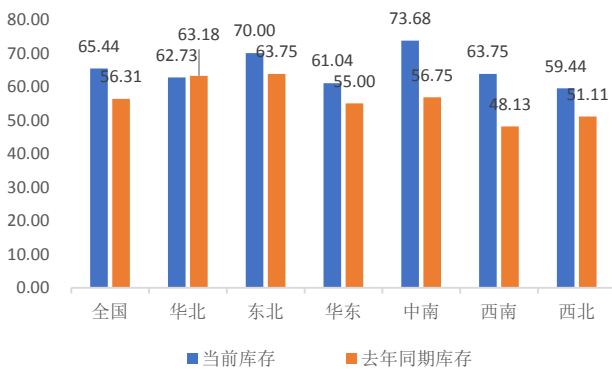
资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 27 2020 年初至今各地水泥出库情况（%）



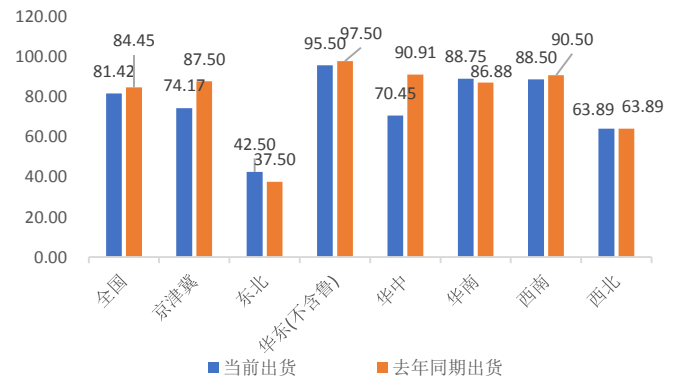
资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 28 全国各地当前库容比与去年同期对比（%）



资料来源：数字水泥网，华创证券

图表 29 全国各地当前出货率与去年同期对比（%）

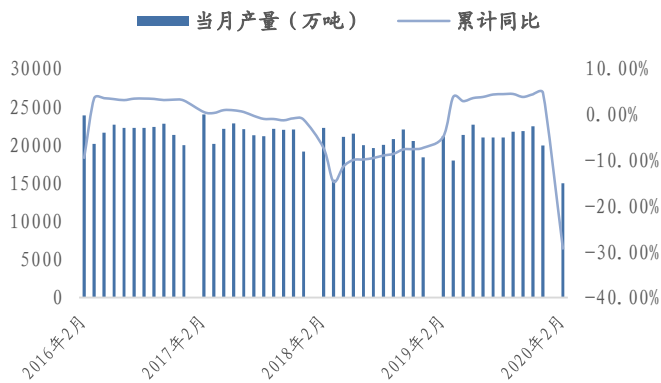


资料来源：数字水泥网，华创证券

### （三）1~2 月全国水泥产量同比下滑近 30%，预计 Q2 将出现较大反弹

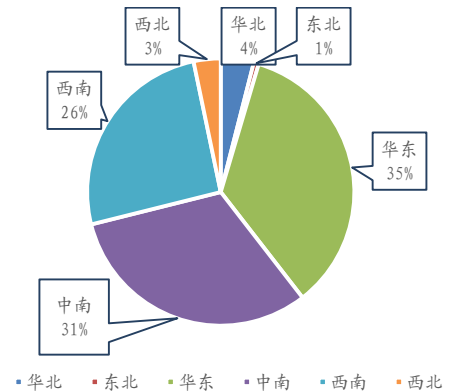
2020 年 1~2 月全国水泥产量为 1.5 亿吨，同比下滑近 30%，仅辽宁一省产量实现增长，西北地区降幅相对较小，可能系其本身基数小。水泥下游需求主要来自基建、房地产以及农村建设，占比各为三分之一左右。从 2020 年新增专项债的使用情况来看，基建和乡村建设的投入力度均有所加强；房地产方面，接下来竣工可能延续去年下半年以来的上升趋势，受疫情冲击，料新开工并不会出现大幅下滑，故展望全年，我们认为水泥需求有望持稳，供给端的改善逻辑仍在延续，行业有望延续量价齐升。随着逆周期调节力度加大，我们认为 Q2 行业需求可能出现较大反弹。

图表 30 2016 年至今水泥月度产量（万吨）及累计同比



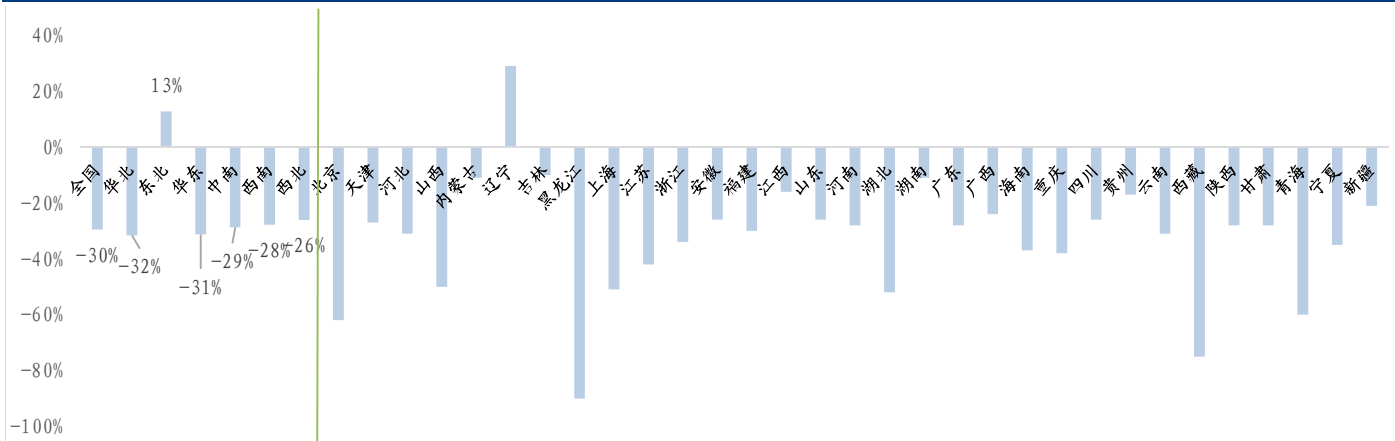
资料来源：Wind、华创证券

图表 31 2020 年 1-2 月全国各区域水泥产量占比（%）



资料来源：Wind、华创证券

图表 32 2020 年 1-2 月全国各地水泥产量同比增速



资料来源：Wind、华创证券

#### 四、个股推荐

季节性回暖叠加一季度积压的需求释放，水泥行业即将进入上行通道，逆周期调节力度加大，全年需求增长仍值得期待。重点推荐海螺水泥，建议关注冀东水泥、中国建材、天山股份、祁连山、宁夏建材等。

图表 33 水泥企业 2019 年盈利情况及估值

	2019 年归母净利润（亿元）	同比增速（%）	2019 PE	pe_ttm
海螺水泥	335.93	12.67	8.64	9.35
中国建材	109.74	38.36	5.99	6.31
冀东水泥	27.01	41.86	8.49	10.07
天山股份	16.36	31.80	7.60	7.51
祁连山	12.34	88.48	7.89	8.37
宁夏建材	7.69	79.53	6.94	8.69
华润水泥控股	86.18	8.05	8.04	7.67
金隅集团	36.94	13.28	10.78	9.57

资料来源：wind、华创证券（注：股价为 4 月 13 日收盘价）

## 五、风险提示

新冠疫情扩散超预期，基建投资不及预期，房地产投资不及预期，错峰限产政策执行力度不及预期等。

## 建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500