

## 受益基建和地产投资增速，超配正当时

上次评级：同步大势

### 报告摘要：

水泥作为重要的建筑原料，行业产业链较短。水泥上游主要为石灰石矿山、黏土、煤炭、电力等，公司的议价能力相对较弱；下游主要包括直销企业/项目、混凝土厂商以及经销商等，有相对较强的溢价能力，并能够根据供需情况较灵活调节价格。一定区域内各家厂商的价格差异较小，因此电力煤炭、石灰石、黏土以及运输等成本项成为各家厂商盈利差异的主要影响因素。

中国水泥龙头企业在全球占据领先地位，中国水泥总产量也高居全球首位。2019 年全国水泥产量 23.3 亿吨，同比上升 6.1%，占世界水泥总产量 57%。全球与中国水泥市场均高度集中，全球水泥行业前十大产能企业占比高达 41.03%。国内前 50 家水泥企业熟料产能占全国总产能 76%，且占比有不断扩大趋势。随着行业供给侧改革的进行，落后的产能逐渐被淘汰，行业健康规范发展，集中化程度进一步加强，行业龙头优势明显。同时政策引导产业迁移，区域发展不平衡问题得到缓解。

水泥需求主要来自房地产、基础建设和农村建设。建筑工程在基建投资比重为 29%，房地产（含农村建设）24%，制造业为 24%。房地产端约占水泥需求的 25%-35%，总体需求增长平稳。在宏观政策的驱动下，基础建设投资稳中有增，根据国际经验，仍存在巨大发展空间。预计我国 2020 年基建水泥需求增速可达 4%-6%。新农村建设涉及到的农村固定资产投资完成额，预期会在未来三年内回弹，相对地推动农村建设水泥需求。

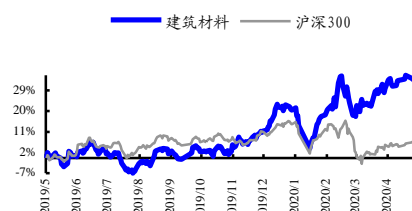
行业集中度提升，全国和区域龙头企业强者恒强。2020 年受到专项债、新农村建设以及地产开发对于地方财政的重要性因素影响，基建、房地产以及农村建设对水泥需求持续强势，成为水泥需求的主要推动力。全国性龙头有望受益于规模优势、成本管理和水泥需求行情，占据更高市场份额，例如海螺水泥。由于水泥不可库存和运输半径短的特性，区域性龙头企业也有望扩大竞争优势，实现营收和业绩持续增长，代表企业有华新水泥、塔牌集团、冀东水泥和万年青。

**风险提示：**大盘系统性风险，基建和地产投资增速不及预期

### 重点公司主要财务数据

| 重点公司 | 现价    | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      |       | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |    |
| 海螺水泥 | 58.85 | 6.35  | 7.55  | 8.56  | 7     | 6     | 5     | 买入 |
| 塔牌集团 | 13.38 | 1.47  | 1.75  | 1.95  | 9     | 8     | 7     | 买入 |
| 万年青  | 15.12 | 1.72  | 1.96  | 2.14  | 7     | 6     | 6     | 买入 |
| 冀东水泥 | 20.57 | 2.00  | 2.33  | 2.56  | 10    | 8     | 7     | 买入 |
| 天山股份 | 12.82 | 1.56  | 1.84  | 2.03  | 7     | 6     | 6     | 增持 |

### 历史收益率曲线



| 涨跌幅（%） | 1M    | 3M     | 12M    |
|--------|-------|--------|--------|
| 绝对收益   | 3.28% | 13.25% | 30.88% |
| 相对收益   | 0.24% | 15.13% | 25.89% |

### 行业数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 成分股数量（只）    | 67    |
| 总市值（亿）      | 9405  |
| 流通市值（亿）     | 7278  |
| 市盈率（倍）      | 10.39 |
| 市净率（倍）      | 1.89  |
| 成分股总营收（亿）   | 6006  |
| 成分股总净利润（亿）  | 700   |
| 成分股资产负债率（%） | 49.06 |

### 相关报告

《塔牌集团（002233）：疫情影响不改全年预期，2020 年值得期待》

--20200420

《万年青（000789）：受益江西项目建设提速年，高景气依旧》

--20200416

《天山股份（000877）：北南并举，新、苏两地同争辉》

--20200413

《海螺水泥（600585）：水泥龙头盈利再创新高，2020 年或仍有超预期可能》

--20200323

### 证券分析师：王小勇

执业证书编号：S0550519100002

075533685875 wangxiaoyong@nesc.cn

### 联系人：阚磊

执业证书编号：S0550120030011

075533685875 kanlei@nesc.cn

## 目 录

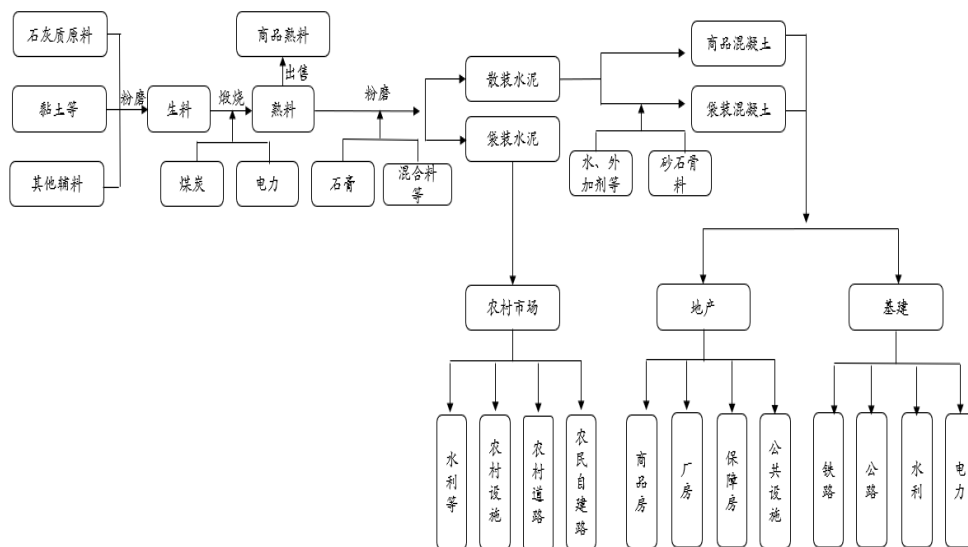
|           |                                   |           |
|-----------|-----------------------------------|-----------|
| <b>1.</b> | <b>水泥：经济建设的基础原材料</b>              | <b>3</b>  |
| 1.1.      | 成本是水泥企业的重要因素                      | 3         |
| 1.2.      | 中国为世界水泥产量及用量第一大国                  | 3         |
| 1.3.      | 水泥的制作工艺与发展历程                      | 4         |
| 1.3.1.    | 水泥：粉状水硬性胶凝材料                      | 4         |
| 1.3.2.    | 水泥生产工艺主要为：“两磨一烧”                  | 6         |
| 1.3.3.    | 水泥生产工艺发展历程                        | 6         |
| 1.4.      | 水泥系建筑工程的重要材料                      | 8         |
| <b>2.</b> | <b>水泥规模位居世界第一，国内市场格局优化调整</b>      | <b>8</b>  |
| 2.1.      | 全球行业规模缓慢增长，中国市场体量高居首位             | 8         |
| 2.2.      | 供需变化支撑价格回升，水泥进口总量爆发增长             | 13        |
| 2.2.1.    | 供给能力各方受限                          | 13        |
| 2.2.2.    | 需求量稳步增长                           | 16        |
| 2.2.3.    | 价格保持高位震荡，水泥进口爆发增长                 | 16        |
| 2.3.      | 国内水泥产业优化发展                        | 17        |
| 2.3.1.    | 水泥区域发展不一，政策引导产业迁移                 | 17        |
| 2.3.2.    | 行业集中度不断增强，龙头集聚效应明显                | 18        |
| <b>3.</b> | <b>拉动水泥需求的三大驱动力：房地产、基础建设、农村建设</b> | <b>19</b> |
| 3.1.      | 房地产：保持韧劲，稳中有增                     | 20        |
| 3.1.1.    | 2019 年房地产开发投资额增长，总体需求平稳           | 20        |
| 3.1.2.    | 疫情期间房地产市场大幅回落，但总体可控               | 21        |
| 3.1.3.    | 稳定复工复产，房地产需求端或将宽松，政策端稳定宽松         | 22        |
| 3.2.      | 基础建设：水泥最具潜力下游市场                   | 23        |
| 3.2.1.    | 宏观政策促进基建投资稳中有增                    | 23        |
| 3.2.2.    | “新基建”转型升级极大拉动传统基建水泥需求             | 24        |
| 3.2.3.    | 我国基建水平发展空间巨大                      | 24        |
| 3.2.4.    | 疫情因素有望对基建水泥需求造成积极影响               | 25        |
| 3.2.5.    | 预计我国 2020 年基建水泥需求增速可达 4%-6%       | 25        |
| 3.3.      | 农村建设：水泥需求或会回弹                     | 26        |
| 3.4.      | 农村建设水泥需求或在政策驱动下回弹                 | 26        |
| 3.4.1.    | 预计我国 2020 年农村建设水泥需求增速超过往期         | 27        |
| <b>4.</b> | <b>水泥行业重点上市公司推荐及投资评级</b>          | <b>27</b> |
| 4.1.      | 海螺水泥（600585.SH） “买入”评级            | 28        |
| 4.2.      | 华新水泥（600801.SH） “买入”评级            | 28        |
| 4.3.      | 塔牌集团（002233.SZ） “买入”评级            | 29        |
| 4.4.      | 冀东水泥（000401.SZ） “买入”评级            | 29        |
| 4.5.      | 万年青（000789.SZ） “买入”评级             | 29        |
| 4.6.      | 祁连山（600720.SH） “增持”评级             | 30        |
| 4.7.      | 天山股份（000877.SZ） “增持”评级            | 30        |
| <b>5.</b> | <b>风险提示：</b>                      | <b>31</b> |

## 1. 水泥：经济建设的基础原材料

### 1.1. 成本是水泥企业的重要因素

水泥作为重要的建筑原料，行业产业链较短，上游主要为石灰石矿山、黏土、煤炭、电力等，水泥行业公司的议价能力相对较弱；下游主要包括直销企业/项目、混凝土厂商以及经销商等，有相对较强的溢价能力，并能够根据供需情况较灵活调节价格。一定区域内各家厂商的价格差异较小，因此成本成为各家厂商盈利差异的主要影响因素。成本项主要包括电力煤炭、石灰石、黏土以、运输成本以及管理财务费用等，电力和煤炭价格根据水泥产线所处区域决定，而主要的差异在产线建设成本、石灰石矿山取得成本、运输费用和管理财务费用，规模效应较为明显。

图 1：水泥产业链

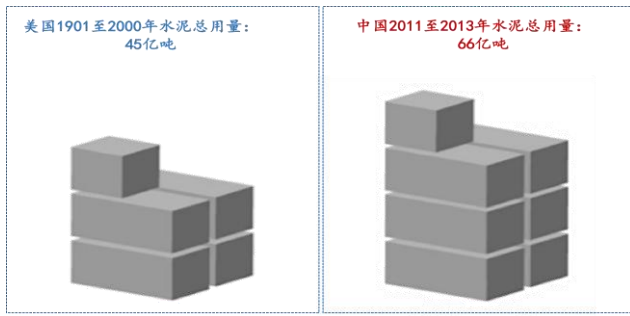


数据来源：东北证券建筑建材组整理

### 1.2. 中国为世界水泥产量及用量第一大国

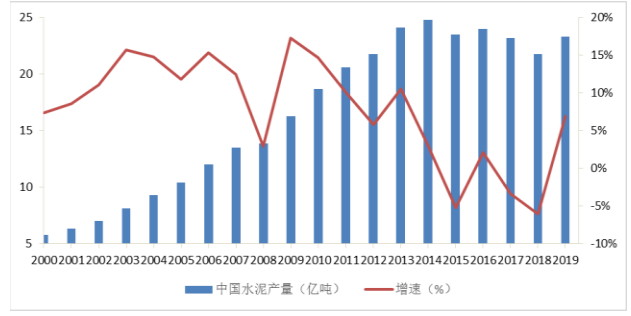
中国水泥产量在全球的比重超过 50%。自 1985 年起，中国水泥产量始终位居世界第一。进入 21 世纪后，中国经济快速发展，大规模的基础设施建设、房地产开发和新农村建设需要大量水泥。2009 年，受国家 4 万亿投资拉动，中国水泥产量提高至 16.3 亿吨，占世界水泥的比重超过 50%。据工信部消息，2019 年水泥行业首次突破万亿营收，水泥产量达到 23.3 亿吨。

图 2：中国与美国水泥用量比较



数据来源：东北证券，Forbes，Cement Statistics

图 3：2000-2019 年中国水泥产量与增速

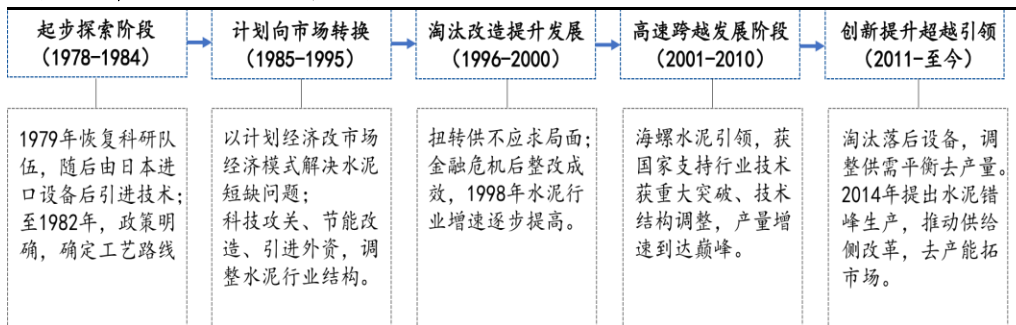


数据来源：东北证券，国家统计局

中国水泥行业起步较晚但 21 世纪后发展迅猛。发展历程可以分为五个阶段：起步探索阶段、计划向市场转换阶段、淘汰改造提升发展阶段、高速跨越发展阶段、创新提升超越引领阶段。建国初期至 1996 年，水泥工业终于扭转供不应求的局面，在数量上满足了国民经济建设的需要。受 1997 年亚洲金融危机影响水泥行业陷入困境，国家组织整顿，行生产力大幅提升。随后 1998-2014 年为水泥行业产量逐年递增高速扩张；其中，2009 年产量增速最快为 17.33%。2014 年产量封顶，年生产 24.8 亿吨。根据福布斯数据，中国 2011 至 2013 三年使用的水泥重量比美国在 20 世纪使用总量更多。

2016-2018 年行业进入产能调整阶段。在水泥产量持续高速增长后，产能过剩，供过于求，整个行业进入产能调整阶段，产量也呈下降趋势。响应供给侧改革及一带一路政策，水泥行业兼并重组加快，并向外开拓市场。

图 4：中国水泥行业发展历程



数据来源：东北证券，公开资料整理

## 1.3. 水泥的制作工艺与发展历程

### 1.3.1. 水泥：粉状水硬性胶凝材料

水泥是一种水硬性胶凝材料。按用途划分，水泥可划分为通用水泥，专用水泥及特性水泥。通常水泥行业生产的是硅酸盐水泥，为一种细致、灰色的粉末，由钙（来自石灰石）、硅酸盐、铝酸盐（黏土）以及铁酸盐组成的水硬性胶凝材料。

表 1: 按用途分类的不同水泥类别

| 分类   | 定义                      | 具体种类   |
|------|-------------------------|--|
| 通用水泥 | 适用于大多数工业、民用建筑工程的硅酸盐系列水泥 | 硅酸盐水泥, 普通硅酸盐水泥, 矿渣硅酸盐水泥, 火山灰质硅酸盐水泥、粉煤灰硅酸盐水泥以及复合硅酸盐水泥 |
| 专用水泥 | 有专门用途的水泥                | 油井水泥、中热硅酸盐水泥和粉煤灰硅酸盐水泥                                |
| 特性水泥 | 某种性能较突出的一类水泥            | 特硬水泥系列、膨胀水泥系列、抗硫酸盐硅酸盐水泥系列                            |

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 5: 水泥的组成成分



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

水泥的组成成分分别有: 一、水泥熟料, 以适当成分的生料烧至部分熔融, 所得以硅酸钙为主要成分的产物; 二、石膏, 主要为天然石膏或工业副产石膏, 掺量 2-5%; 三、水泥混合材, 在水泥生产过程中, 为改善水泥性能、调节水泥标号而加到水泥中的矿物质材料, 称之为水泥混合材料, 分为活性和非活性两种。活性混合材即具有火山灰性或潜在水硬性的混合材料, 如粒化高炉矿渣、粉煤灰等; 非活性混合材, 即活性指标不符合标准要求的潜在水硬性或火山灰性混合材料以及砂岩和石灰石等; 四、窑灰是指从水泥回转窑窑尾废气中收集的粉尘; 五、助磨剂, 用于在水泥粉磨时起助磨作用而不损害水泥性能的一种外加剂, 加入量 < 1%。

表 2: 通用硅酸盐水泥的组成成分

| 品种      | 代号    | 组成成分      |            |          |     |     |
|---------|-------|-----------|------------|----------|-----|-----|
|         |       | 熟料+石膏     | 粒化高炉矿渣     | 火山灰质混合材料 | 粉煤灰 | 石灰石 |
| 硅酸盐水泥   | P I   | z         | -          | -        | -   | -   |
|         | P II  | ≥95       | ≤5         | -        | -   | -   |
|         |       | ≥95       | -          | -        | -   | ≤5  |
| 普通硅酸盐水泥 | P O   | ≥80 且 <95 |            | >5 且 ≤   |     | -   |
| 矿渣硅酸盐水泥 | P S A | ≥50 且 <80 | >20 且 ≤50b | -        | -   | -   |



|           |       |          |               |        |           |   |
|-----------|-------|----------|---------------|--------|-----------|---|
|           | P S B | ≥30 且<50 | >50 且<br>≤70b | -      | -         | - |
| 火山灰质硅酸盐水泥 | P P   | ≥60 且<80 | -             | >20 且≤ | -         | - |
| 粉煤灰硅酸盐水泥  | P F   | ≥60 且<80 | -             | -      | >20 且≤40d | - |
| 复合硅酸盐水泥   | P C   | ≥50 且<80 | >20 且≤50e     |        |           |   |

数据来源：东北证券，GB175-2007《通用硅酸盐水泥》标准

### 1.3.2. 水泥生产工艺主要为：“两磨一烧”

水泥生产所需的原材料主要有石灰石质原料、粘土质原料及少量校正原料。石灰石质原料主要成份为碳酸钙，提供氧化钙，如石灰岩、泥灰岩、白垩、贝壳等；粘土质原料提供氧化硅和氧化铝及部分氧化铁，如黄土、粘土、页岩、泥岩、粉砂岩及河泥等；其他需要少量校正原料，包括铁质校正原料和硅质校正原料，提供氧化铁和氧化硅，铁质校正原料如低品位铁矿石、炼铁厂尾矿以及硫酸厂工业废渣硫酸渣（硫铁矿渣）等；硅质校正原料如砂岩、河砂、粉砂岩等。

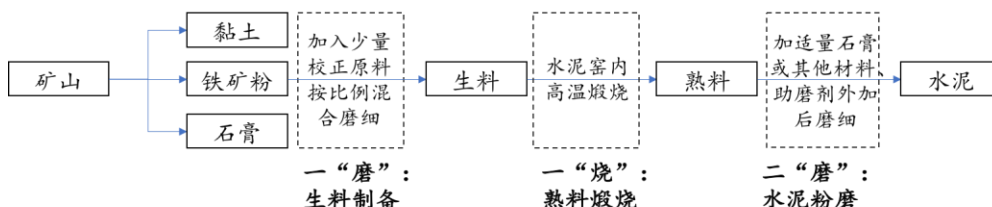
表 3: 水泥生产所需原料

| 原料类别  | 来源                             | 提供物质  |
|-------|--------------------------------|---|
| 石灰质原料 | 如石灰石、白垩、石灰质凝灰岩等                | CaO氧化钙  |
| 粘土质原料 | 粘土、黄土、页岩、粉砂岩及河泥等               | Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub> 氧化铝及少量Fe <sub>2</sub> O <sub>3</sub> 三氧化二铁 |
| 校正原料  | 铁质校正原料如炼铁厂尾矿；硅质校正原料如砂岩、河砂、粉砂岩等 | 提供氧化铁和氧化硅   |

数据来源：东北证券，公开资料整理

水泥生产工艺主要为：“两磨一烧”。分别为生料制备、熟料煅烧和水泥粉磨。生料制备为将石灰质原料，粘土质原料与少量校正原料经破碎后，按一定比例配合、磨细，并配合为成分合适，质量均匀的生料；熟料煅烧为将生料在水泥窑内煅烧至部分熔融所得以硅酸钙为主要成分的硅酸盐水泥熟料；水泥粉磨是将熟料加适量石膏，有时还加适量混合材料或外加剂共同磨细为水泥。

图 6: 水泥生产工艺流程图



数据来源：东北证券，公开资料整理

### 1.3.3. 水泥生产工艺发展历程

水泥生产技术经历两百多年发展，经过不断完善和进步，最终发明了现代的预分解窑新型干法。水泥的生产制作工艺都需经过“两磨一烧”，同时也与“窑”息息相

关。回顾世界水泥的发展过程往往以窑为线索，在过去的两百多年，水泥生产先后经历了仓窑、立窑、干法回转窑、湿法回转窑和新型干法回转窑等发展阶段，最终形成了现代的预分解窑新型干法。

图 7：世界水泥制作工艺发展过程



数据来源：东北证券，公开资料整理

不同类别的水泥窑所产生的热耗区别较大，其中新型干法水泥生产技术，是以悬浮预热和预分解技术为核心，利用现代流体力学、燃烧动力学、热工学、粉体工程学等现代科学理论和技术，并采用计算机及其网络化信息技术进行水泥工业生产的综合技术。因其具有高科技、环保和可持续发展的特点，充分满足了现代水泥工业大型生产大型化、自动化的需求，逐步取代了立窑生产技术、湿法窑生产技术、干法中空窑生产技术以及半干法生产技术，成为了水泥行业的主流使用技术。

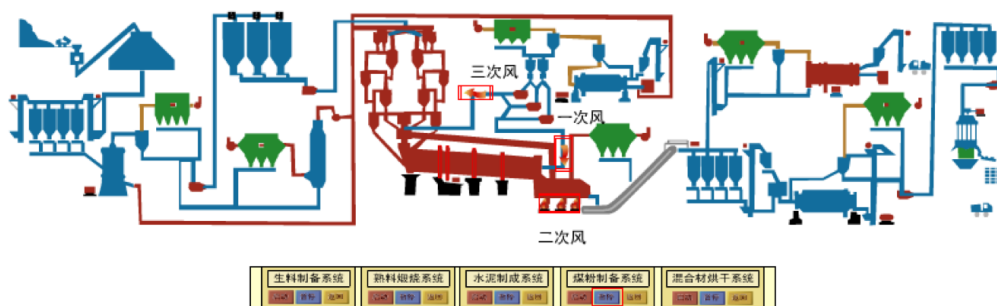
表 4：我国各类水泥窑平均热耗对比

| 窑型       | 新型干法窑 | 机立窑 | 湿法窑 | 干法中空窑 |
|----------|-------|-----|-----|-------|
| 吨熟料千克标准煤 | 115   | 160 | 208 | 243   |
| 热耗指数     | 100   | 139 | 191 | 211   |

数据来源：东北证券，水泥工业发展规划

目前我国的水泥生产基本为新型干法水泥生产技术所覆盖。自《水泥工业“十三五发展规划”》指出，鼓励利用水泥窑协同处置垃圾、废弃物、污泥和综合利用水、气、粉、尘减少各种污染与排放，发展绿色水泥产品生产。2017 年新型干法水泥熟料比重已达 98%，相较于 2007 年的 51%，翻了一番。

图 8：新型干法窑系统工艺流程图



数据来源：东北证券，中国水泥网

新型干法窑系统可分为生料制备、熟料煅烧、水泥制成、煤粉制备和混合材料烘干五个子系统，前两阶段为“两磨一烧”工艺中的第一磨和第一烧。生料制备，包括原料破碎化和预均化，制得成分均匀的生料后再进行粉磨有助于后续的稳定生产和提高设备运转率，随后生料经过进一步煅烧和冷却后形成熟料。第二磨为水泥粉磨制成阶段，即熟料再经破碎，和石膏或其他混合材一起磨细成为水泥。“二磨”电耗约占水泥生产过程总电耗的 70%。

煤粉制备系统是采用立式煤磨，原煤由定量给料机送入磨内烘干与粉磨，之后合格的细煤粉通过锁风阀和螺旋输送机送入窑头、分解炉、回转烘干机供应其燃煤，废气经收尘器净化后排入大气。混合材烘干是指水泥混合材在加入水泥前需进行破碎再烘干，循环的立式磨系统利用窑尾排出的高温废气来进行烘干。

#### 1.4. 水泥系建筑工程的重要材料

水泥是建设工程最常用的重要材料，应用极为广泛。水泥质量会对建设工程造成重大影响。故而对影响水泥强度和造成结构内置破坏的性能指标具有重要意义，不同指标的水泥品种的适当使用能有效减少甚至避免工程建设中的重大缺陷。

**表 5: 水泥主要技术性能指标**

| 性能指标         | 指标含义  |
|--------------|---|
| <b>强度</b>    | 即单位面积上所能承受的最大外力；水泥按水泥强度等级按照 28d 抗压强度值划分（2008 年实施 GB175-2007）硅酸盐水泥：42.5、42.5R、52.5、52.5R、62.5、62.5R 六个等级，普通水泥：42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个等级 |
| <b>凝结时间</b>  | 分为初凝时间和终凝时间。<br>初凝：从水泥加水拌和起到水泥浆开始失去塑性所需时间；终凝：从水泥加水拌合起到水泥浆完全失去可塑性，并开始具有强度的时间   |
| <b>体积安定性</b> | 水泥凝结硬化过程中，体积变化是否均匀适当的性质称为水泥体积安定性  |
| <b>细度</b>    | 粘土、黄土、页岩、泥岩、粉砂岩及河泥等   |
| <b>水化热</b>   | 铁泥颗粒粗细的程度。水泥越细，凝结硬化速度越快，强度越高，收缩增大，活性降低。提高细度要增加能耗，降低设备生产率，增加成本   |

数据来源：东北证券，GB175-2007 《通用硅酸盐水泥》标准

水泥具有无库存、区域性等属性。由于水泥生产的工序限制，水泥具有无库存的特性。水泥一般存放不超过一个月，长期露天存放易受潮凝结，属于不可库存产品，熟料的保质期较水泥稍长。因此通常认为其无库存周期，产量即代表当期需求，价格直接反映真实供求关系。同时水泥具有区域性，水泥属于短途供应型、低附加值产品，主要供应周边客户。运输半径上，一般公路为 100-200 公里左右、铁路为 300-500 公里，水路运输一般为 600-800 公里。且水泥资源消耗量大，量重价轻和储存时间较短，导致水泥具有明显的区域性。

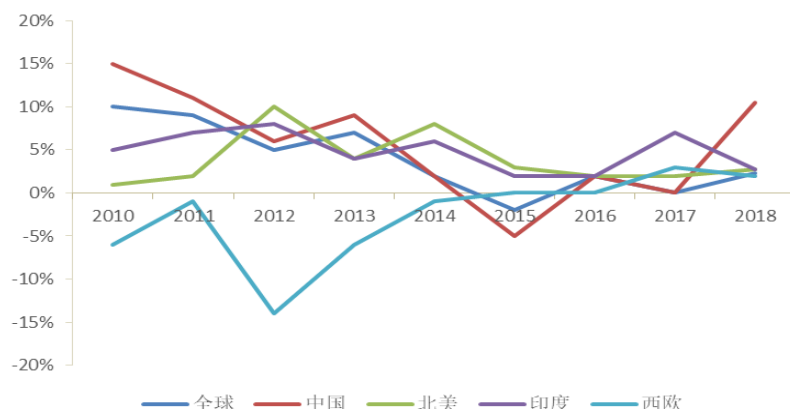
## 2. 水泥规模位居世界第一，国内市场格局优化调整

### 2.1. 全球行业规模缓慢增长，中国市场体量高居首位

水泥需求主要来源于基建和房地产建设，与经济发展水平和城镇化程度密切相关。近十年间，全球水泥需求增速放缓，每年增长率在 3% 以内。2019 年，全球经济增长速度减慢，世界水泥总量在基础设施建设驱动下，预计增长 1.8%。



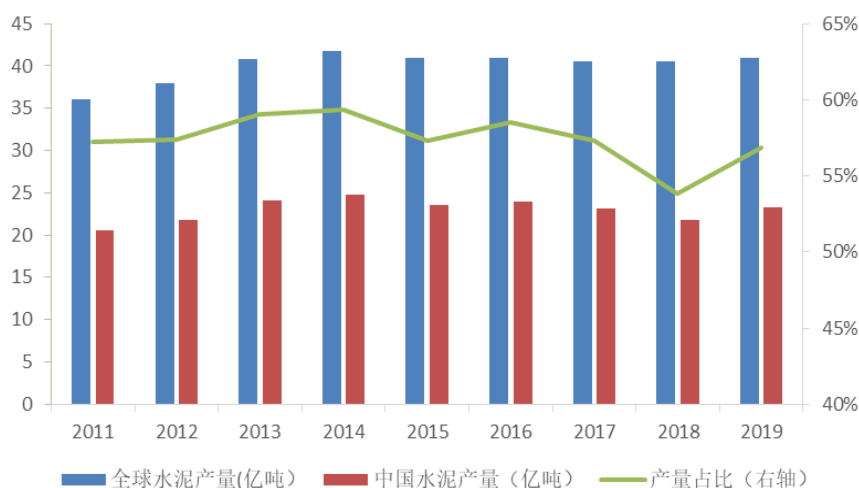
图 9: 全球水泥需求增长率



数据来源: 东北证券,《2019 年全球水泥需求展望》

中国水泥龙头企业在全球占据领先地位,中国水泥总产量也高居全球首位。21 世纪以来,中国经济快速发展和城市化不断推进,基础建设和房地产开发带动了市场对水泥的需求量。近十年,中国水泥年产量均超世界产量 50%。自 2014 年开始,我国宏观经济发展转入适度增长阶段,遵循“稳中求进”的发展方式,水泥行业步入产能调整阶段,我国水泥产量占比呈现下降趋势。2018 年四季度以来,随着国家补短板、稳基建政策的落地,以及区域内部重大项目的加速实施,水泥产量快速提高,2019 年全国水泥产量 23.3 亿吨,同比上升 6.1%。

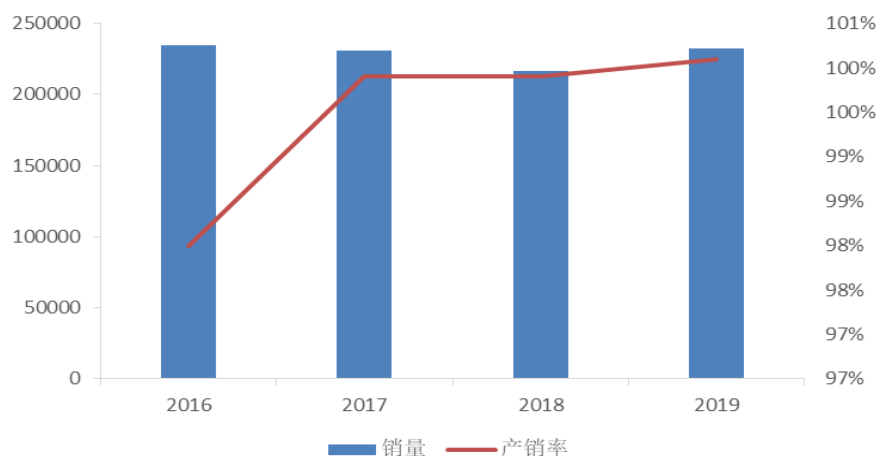
图 10: 2011-2019 年全球及中国水泥产量



数据来源: 东北证券, 中国水泥网

近年来,水泥供过于求的状况得以缓解,产销率维持在 100%左右。据国家统计局数据显示,2018 年中国水泥销售量达到 216870.3 万吨,产销率为 99.9%,期末库存比年初增加 7.6%。截止至 2019 年中国水泥销售量达到了 232724.1 万吨,产销率为 100.1%,期末库存比年初减少 4.7%。

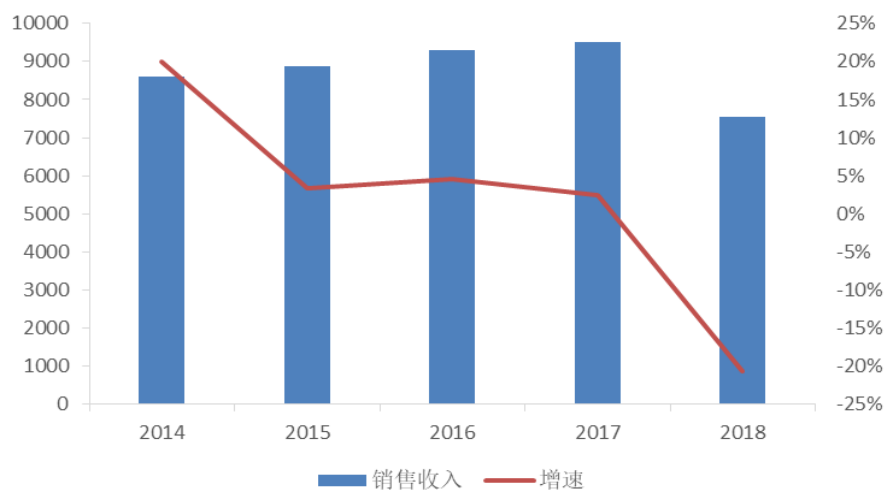
图 11: 2016-2019 年中国水泥销量及产销率



数据来源: 东北证券, 国家统计局

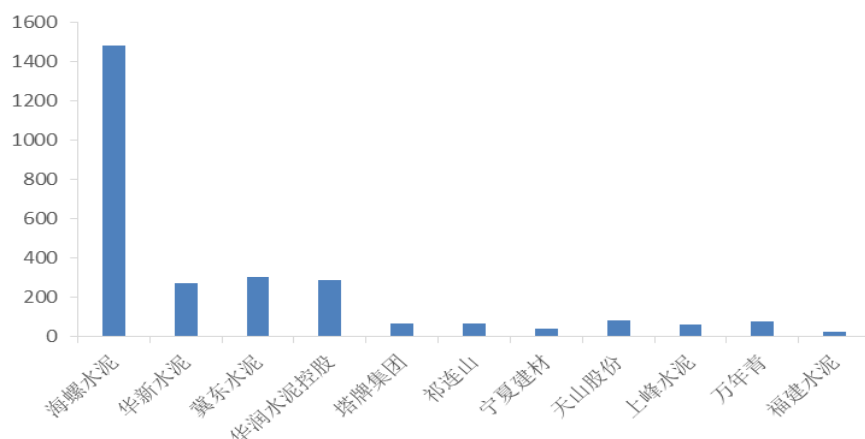
近年来,我国宏观经济发展转入适度增长阶段,调整产业结构,转变发展方式,“稳中求进”是我国经济社会发展的主旋律。水泥制品行业发展速度已由高速转为较快的适度增长。根据国家统计局公布的数据显示,2018年,中国水泥制品制造行业销售收入为 7547.15 亿元,同比下降 20.69%。

图 12: 2014-2018 年水泥制品行业销售收入 (亿元)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

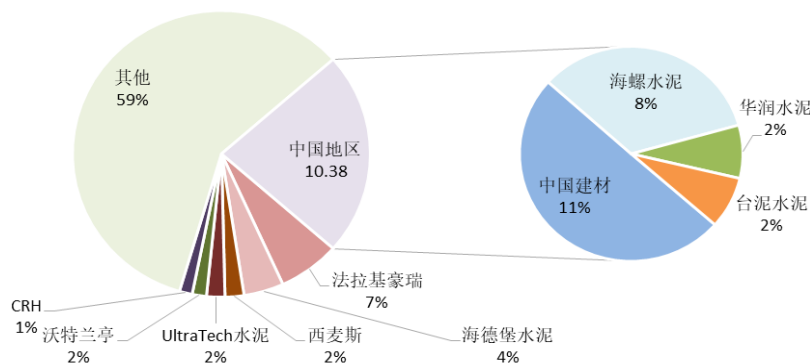
图 13: 2019 年中国水泥上市企业水泥及熟料销售收入（亿元）



数据来源：东北证券，国家统计局

经过多年的整合发展，全球水泥市场已高度集中。根据环球水泥网公布的数据，全球水泥行业前十大产能企业占比高达 41.03%，其中中国水泥行业龙头中国建材、海螺水泥、华润水泥和台湾水泥位居此列，四家企业产能合计 10.38 亿吨/年，占全球产能比重高达 22.96%。

图 14: 2019 年全球水泥企业产能分布



数据来源：东北证券，环球水泥网

中国水泥行业的集中度更高。根据中国工信网数据，截至 2019 年底，前 50 家水泥企业（集团）熟料产能占全国总产能 76%，较上年略有提高。中国建材总产能约为 5 亿吨/年，居世界第一。中国水泥行业龙头中国建材、海螺水泥、金隅冀东、华新水泥四家企业总产能超 10 亿吨/年。中国建材布局全国，区域遍及华南、中部、东北、西南、西北、华南等；海螺水泥总产能为 3.59 亿吨/年，在长三角，珠三角及浙闽沿海地区都有合理的布局，包括西北、华东、中南、西南地区；冀东水泥产能 1.7 亿吨/年，水泥生产线布局和销售网络覆盖河北、北京、天津、陕西、山西、内蒙古、吉林、重庆、河南等 13 个省市，布局华北、东北区域。华新水泥具水泥产能近 1 亿吨/年，主要布局西南地区，覆盖重庆、四川、贵州、云南、西藏等区域。

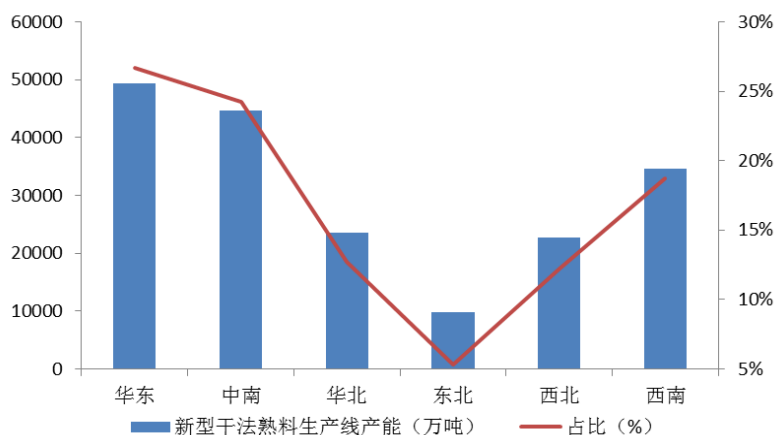
表 6: 国内各区域水泥企业梳理

| 区域 | 所辖省份                 | 优势企业  |
|----|----------------------|---|
| 东北 | 辽宁、吉林、黑龙江            | 亚泰集团、中国建材（北方水泥）、山水水泥、天瑞水泥                                   |
| 西北 | 陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆       | 中国建材（新疆天山、甘肃祁连山、宁夏建材集团、中材水泥）、海螺水泥、西部水泥（尧柏水泥）、金隅股份（冀东水泥）     |
| 华北 | 北京、天津、河北、山西、内蒙古      | 金隅股份（冀东水泥、金隅水泥）、山水水泥、蒙西集团、中国建材（中联水泥）                        |
| 华东 | 上海、江苏、浙江、安徽、江西、山东、福建 | 中国建材（南方水泥、中联水泥、中材水泥）、海螺水泥、山水水泥、红狮水泥、万年青水泥、亚洲水泥、福建水泥、江苏金峰    |
| 中南 | 广东、广西、海南、河南、湖北、湖南    | 中国建材（南方水泥、中联水泥、中材水泥）、海螺水泥、华润水泥、华新水泥、天瑞集团、台泥国际、葛洲坝、同力水泥、华盛天涯 |
| 西南 | 重庆、四川、贵州、云南、西藏       | 中国建材（西南水泥）、海螺水泥、四川峨胜、拉法基豪瑞、四川双马、台泥国际、昆钢水泥、红狮集团、东方希望、华新水泥    |

数据来源：东北证券，公开资料整理

据中国水泥网数据，全国 2019 年的新型干法熟料生产线产能约 18.47 亿吨，从各区域分布情况看，排名前三的地区分布为华东、中南和西南，三地区总占比约 70%，由中国建材与海螺水泥引领市场。

图 15: 2019 年各地区水泥熟料产能分布及占比（万吨）



数据来源：东北证券，中国水泥网

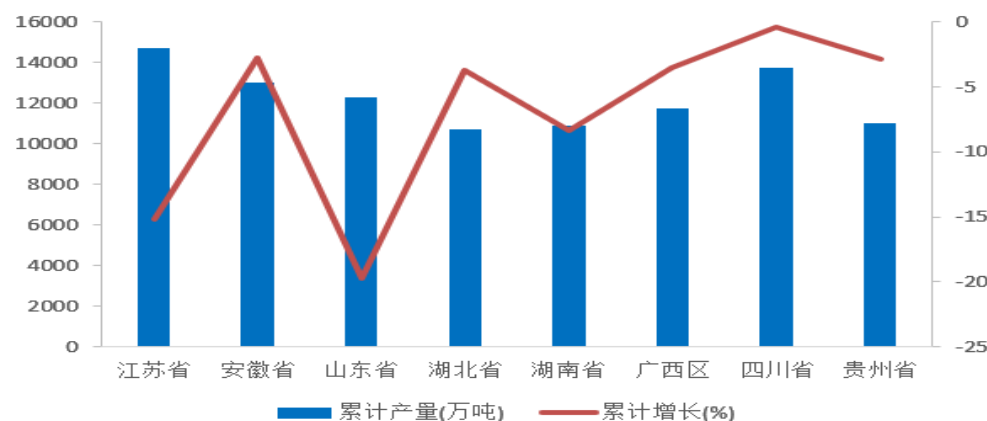
三大地区水泥市场各有特点：一、华东地区总熟料产能为 4.93 亿吨，占全国 26.72%；华东基础设施建设较早，房地产市场发达，且水路运输便利，特大企业集团产能占比高，大中型企业如红狮水泥、万年青、金峰水泥和亚洲水泥等；二、中南地区有华润水泥及华新水泥两家尾随，分别贡献了 4795.7 万吨及 3487.5 万吨的产能。两广区域是水泥消费的主要市场，广西通过西江将水泥输送给供给短缺的广东市场。两广地区水泥熟料总产能为 1.86 亿吨，占全国比重为 10%；三、西南地区自 2008 年地震后，水泥企业纷纷进入四川扩建产能，四川产能超亿吨占比 31%。西南水泥（中国建材子公司）、海螺水泥等前五企业占据市场一半份额，剩余市场由中小企业划分，集中度相对较低。

## 2.2. 供需变化支撑价格回升，水泥进口总量爆发增长

### 2.2.1. 供给能力各方受限

水泥行业施行产能置换政策，严禁新增产能，压减过剩产能，产能总量保持平稳。自 2014 年以来，水泥产能和熟料产能增长率均呈现下降态势，2015 年开始水泥产能持续负增长。2018 年我国水泥产能削减 550 万吨，下降 1.65%，新增熟料产能为 600 万吨，累计熟料产能较 2017 年仅增长 0.31%。产能置换政策的实施解决我国水泥产能过剩的难题，从源头上限制水泥生产能力新增，保证产能利用率稳中向好。2018 年，由于停产限产政策，大部分亿吨级水泥生产省份出现了不同程度的产量缩水，河南省水泥产量累计同比下降 26.6%，江苏省下降 15.22%，山东省同比下降 9.74%，湖南省同比下降 8.39%。

图 16：2018 年亿吨级水泥生产省份累计产量及增速（万吨）

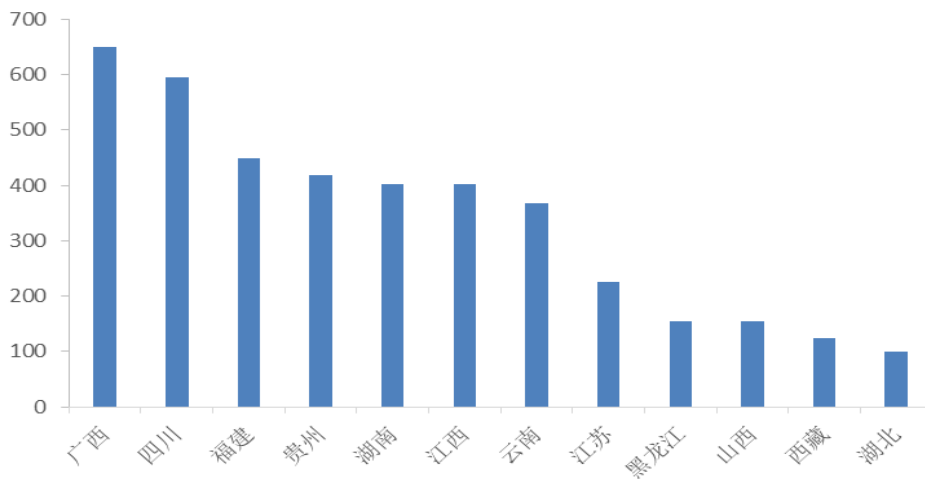


数据来源：东北证券，国家统计局

2019 年水泥行业共公告产能置换项目 14 个，通过减量置换，压减过剩产能 604 万吨，促进了行业技术进步和资源要素合理配置。分省份来看，广西省水泥产能置换最多，有 651 万吨产能，随后是四川、福建、贵州、湖南、江西、云南、江苏、黑龙江、山西、西藏、湖北。



图 17: 2019 年各省水泥产能置换情况 (万吨)



数据来源: 东北证券, 工信部

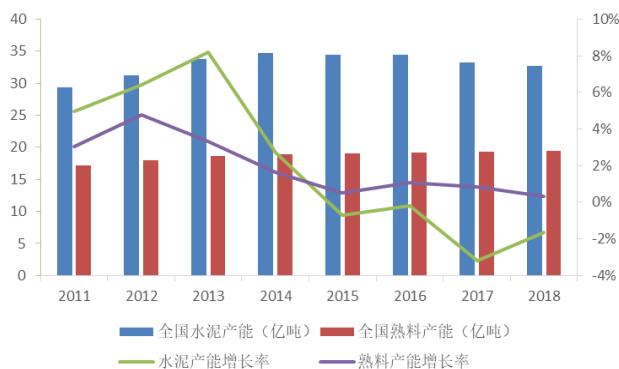
表 7: 水泥产能置换政策梳理

| 时间     | 政策                             | 发布部门   | 发布内容                     |
|--------|--------------------------------|--------|--------------------------|
| 2016.5 | 《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》 | 国务院办公厅 | 明确提出严禁新增产能, 新建产线必须通过产能置换 |
| 2018.1 | 《水泥行业产能置换实施办法》                 | 工信部    | 对原产能置换办法进行了进一步的修订        |
| 2018.8 | 《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》    | 两部委    | 要求进一步从严审核产能置换方案          |

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

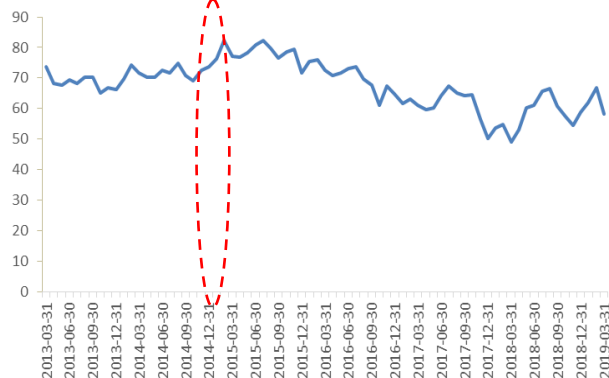
错峰生产现已在我国大部分地区广泛执行, 水泥供给能力明显趋紧。继 2014 年冬季成功组织了东北、泛华北地区的错峰生产工作后, 错峰生产模式得到了推广。2016 年 10 月, 工信部和环保部再次发布《2016-2020 年期间水泥错峰生产工作通知》, 首次推出夏季雨季高温错峰限产。伴随着大气治理攻坚, 2018 年来有组织地加大各地错峰生产力度, 全年错峰渐成常态, 供给端收缩幅度加大。2015 年初开始, 全国熟料库容比波动下降, 2019 年 3 月熟料库容比为 58.33%, 较 2015 年 2 月库容比峰值下降 29.16%。库存水平低位运行, 错峰生产政策呈现趋严的态势。

图 18: 2011-2018 年水泥、熟料产能及增长率



数据来源: 东北证券, 中国水泥网

图 19: 2013-2019 年全国熟料库容比 (%)



数据来源: 东北证券, 中国水泥网

污染防治致使不达标水泥生产线停产, 进一步导致供给端收缩。地方政府出于污染防治角度淘汰排放不达标产能或对水泥生产线临时关停。2018 年以来, 京津冀周边、河南、浙江、安徽、广东、河北、山西等省份出台特别排放限制政策, 对污染物排放规定限值, 对中小产能生产线的持续经营提出挑战。截至 2019 年 7 月, 水泥行业已经淘汰落后产能 7000 多万吨, 先后处理 40 多条生产线。2019 年始, 河北、河南、山东等地发布重污染天气预警, 相关部门要求区域内水泥企业暂时停产, 影响区域水泥供给。

表 8: 部分省市淘汰不达标水泥产能政策

| 地点  | 时间      | 政策                         | 政策内容   |
|-----|---------|----------------------------|--|
| 淮北市 | 2019.6  | 《2019 年度落后产能退出工作方案》        | 促进一批能耗、环保、安全、质量、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能依法依规关停退出  |
| 郑州市 | 2019.6  | 《郑州市推进工作结构调整打赢污染防治攻坚战工作方案》 | 2020 年年底前全面淘汰退出达不到标准的落后产能和不达标企业。主要任务包括淘汰 2000 吨/日及以下通用水泥熟料生产线, 直径 3 米及以下水泥粉磨装备                         |
| 潍坊市 | 2019.11 | 《冬季错峰生产实施方案》               | 对于手续不全、各类污染物不能稳定达标排放、监测数据造假、涉嫌偷排偷放、未达到排污许可管理要求、未按期完成大气污染综合治理改造任务的、未按期完成在线监控设施联网的企业, 全面采取错峰生产措施, 实施停产整治 |
| 福建省 | 2020.4  | 《福建省 2020 年淘汰落后产能工作方案》     | 对超过大气和水等污染物排放标准排污、违反固体废物管理法律法规, 以及超过重点污染物总量控制指标排污的企业, 责令采取限制生产、停产整治等措施; 情节严重的, 经有批准权的地方政府批准, 可责令停业、关闭  |

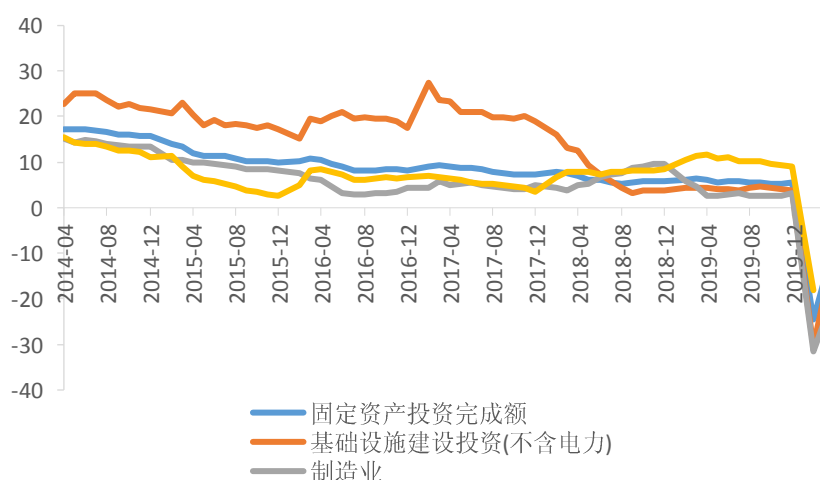
数据来源: 东北证券, 公开资料整理

### 2.2.2. 需求量稳步增长

水泥的需求端主要来源于地产的建设以及基础设施建设的项目等，尽管区域间基建和房地产发展不平衡，且房地产行业的投资和建设热度较十年前有所消退，但整体而言总量持续增长从而支撑水泥需求。

2018 年四季度以来，随着国家补短板、稳基建政策的落地，以及区域内部重大项目的加速实施，内需回落放缓，2019 年基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长 3.8%，与 2018 年持平。2019 年房地产业固定资产投资额增长 9.1%，推动水泥需求上升。2020 年 1-3 月各类固定资产投资下滑严重，疫情缓和后开工复工掀起热潮。基建投资作为经济逆周期调节手段，将温和回升，房地产竣工速度加快，全年水泥需求总量预计会比往年增加。

图 20: 固定资产投资和三类投资累计同比



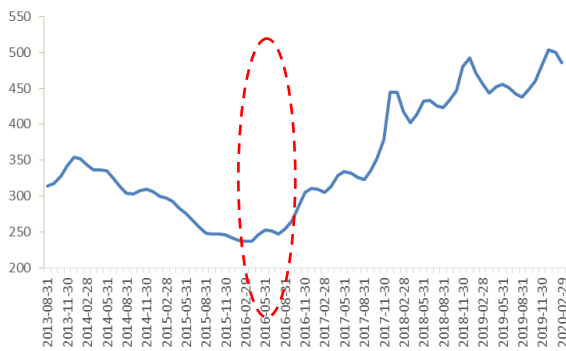
数据来源：东北证券，Wind

### 2.2.3. 价格保持高位震荡，水泥进口爆发增长

2016 年以来，水泥价格快速回暖并在高位震荡，在需求平稳的情况下，供给收缩对价格的作用开始显现。水泥价格的大幅回升，刺激了其他国家过剩水泥向中国出口，影响了水泥的进出口总量。我国水泥和熟料出口量自 2017 年以来均有所缩减，2019 年水泥出口量仅为 509 万吨，占历史出口峰值的 26.3%；熟料出口量为 44.07 万吨，仅占历史熟料出口峰值的 2.5%。

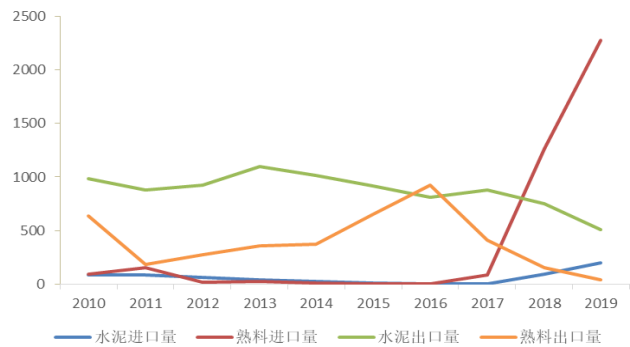
随着我国水泥价格高起，2017 年开始，以水泥熟料为主要产品的进口量爆发性增长，2019 年进口熟料 2274 万吨，水泥 201 万吨，分别是 2017 年进口量的 515 倍和 67 倍。国内供给侧改革通过影响水泥价格，对我国水泥行业在全球的贸易地位产生深远的意义。

图 21: 全国水泥价格变动



数据来源：东北证券，中国水泥网

图 22: 中国水泥及熟料进出口量（万吨）



数据来源：东北证券，国家统计局

## 2.3. 国内水泥产业优化发展

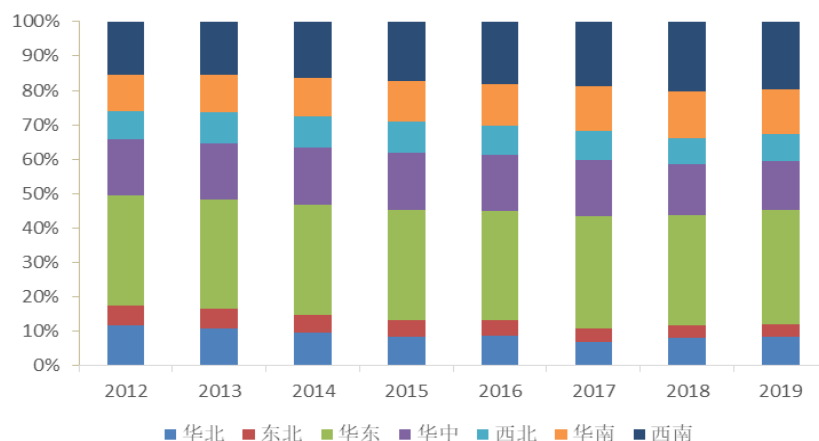
### 2.3.1. 水泥区域发展不一，政策引导产业迁移

由于水泥产品不能长期存放的特点，水泥运输的半径受限，水泥产品具有很强的区域性。近年水泥行业有从华北、东北地区向华南、西南地区迁移的特征。我国水泥生产主要集中在华东、华中、西南地区，合计产量占比超过 60%。其中华东地区企业数量众多，市场相对成熟、产能淘汰开始较早，区域供给较稳定；而北部地区产能过剩问题严重，市场竞争激烈。

自 2014 年开始，水泥产业进入产能调整阶段，通过错峰生产、置换产能等政策解决产能过剩问题，整体产量有所下降。在这样的背景下，华北和东北地区的产量份额明显下降，2019 年华北和东北地区产量占比合计为 12%，较 2014 年比重下降 2.8%；华南和西南地区，即广东、广西、云南、贵州等地，产量份额上升较为明显，从 2014 年 27.6% 上升为 2019 年占比 32.8%。水泥产业呈现从华北、东北地区向华南、西南地区迁移的趋势。

为引导我国产业有序转移，推动工业转型升级，2018 年，国家工信部发布了关于《产业迁移指导（2018）》，其中有 15 个省市涉及了水泥产业的调整。从优先承接水泥产业的地区分布特征看，东部和中部地区优先承接的都是高性能的水泥材料相关，而承接水泥生产的主要集中在西部地区，如西藏和甘肃。我国通过政策引导各地区发挥产业优势，有利于产业结构进一步优化。

图 23: 2012-2019 年各地区水泥产量占比



数据来源：东北证券，国家统计局

为化解周期行业过剩产能，引导水泥行业健康规范发展，近几年，国家相关部门相继出台了限制水泥行业产能产量的政策，主要包括严禁新增产能、减量置换、环保限产以及行业错峰生产四类。在总体产能不增加的情况下，通过缩减生产时间或停产来调整产量。

**表 9：水泥行业政策梳理**

| 日期      | 颁布部门               | 文件                            | 摘要  |
|---------|--------------------|-------------------------------|---|
| 2013.10 | 国务院                | 《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》           | 在2015年底前再淘汰水泥(熟料及粉磨能力)1亿吨。推广使用高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消32.5复合水泥产品标准，逐步降低32.5复合水泥使用比重  |
| 2014.5  | 国家发改委、工业和信息化部、质检总局 | 《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》 | 自2014年7月1日起，对淘汰类水泥企业实行更加严格的差别电价政策，对明确淘汰的利用水泥立窑、干法中空窑、立波尔窑、湿法窑生产熟料的企业，其用电价格在现行目录销售电价基础上每千瓦时加价0.40元   |
| 2015.8  | 住建部、工信部            | 《关于印发<促进绿色建材生产和应用行动方案>的通知》    | 引导北方采暖区企业冬季开展错峰生产；制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；研究制定财税、价格等相关政策，激励水泥窑协同处置；取消复合水泥32.5等级标准，大力推进特种和专用水泥应用                                     |
| 2016.5  | 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》      | 2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目；2017年底前，暂停实际控制人不同的企业间的水泥熟料产能置换   |
| 2016.10 | 工信部                | 《关于印发建材工业发展规划（2016-2020年）的通知》 | 大力压减水泥、平板玻璃过剩产能，严禁备案和新建新增产能项目，依法依规淘汰不达标产能   |
| 2017.6  | 中国水泥协会             | 《水泥工业“十三五”发展规划》               | 明确了2020年前，严禁新建、新增产能项目；2017年底前，暂停实际控制人不同企业间产能置换；加快压减和淘汰过剩和落后产能，鼓励优势企业带头兼并与收购企业，从整体上提升水泥行业的整体市场竞争力；熟料去产能目标加码至4亿吨（压减20%），至2020年熟料产能利用率≥80%，2020前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料建设项目 |

数据来源：东北证券，各部门官网

### 2.3.2. 行业集中度不断增强，龙头集聚效应明显

水泥行业在供给侧改革和国企改革的双重推动下，行业兼并重组逐步加快，以获取规模效应的竞争优势和成本控制的技术革新。据中国水泥行业协会统计，随着一些产能落后的企业被淘汰，2018年我国水泥企业数量减少至2900家，较2010年减少了2214家。迫于经营压力，水泥企业并购重组屡见不鲜，因此在水泥企业数量减少的同时，企业规模逐步扩张，行业集中度不断提高。2016年以来，“强强联合”的整合模式逐渐成为主流，例如金隅和冀东水泥的整合、中国建材和中国中材的合并、华新水泥整合拉法基中国水泥资产。

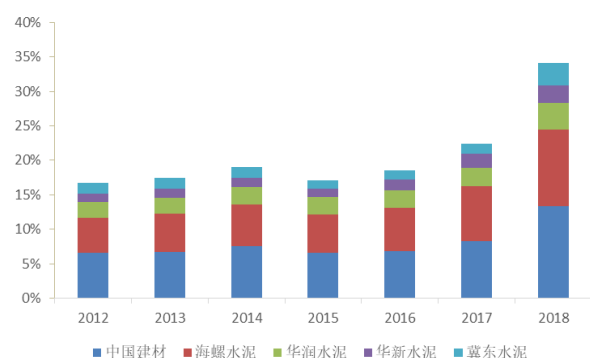
在中国范围内，行业并购加快使得水泥行业寡头垄断趋势较为明显。2018年国内市场份额最大的五家公司为中国建材、海螺水泥、华润水泥、华新水泥和冀东水泥，水泥销售份额合计接近35%，较2012年前五公司市场份额合计增长超过1倍。其



中国建材作为水泥销量最高的企业，销量迅速扩张，2018 年市场份额达到 13%。龙头企业大多建立了完整的上下游产业链，原材料来源和产品销售对外依赖度低，有较强的定价权和发展权。由于规模效应和产业链优势，2018 年海螺水泥、华新水泥和华润水泥利润率分别超出行业平均 15.89%、9.17% 和 8.11%，龙头公司盈利能力均高于行业平均水平。

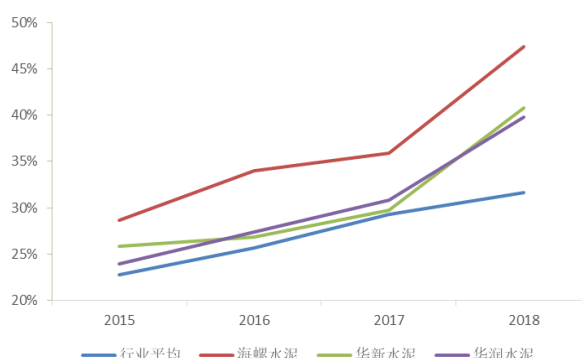
近年来，政府不仅追求产能的高效利用，也同时注重水泥的质量提升，提出了低标水泥退出等政策。水泥产能控制和质量要求共同对中小产能提出了挑战，被动淘汰进程有望加快，这将进一步提升龙头企业市场占有率，市场竞争格局趋向稳定、良性发展。

图 24：历年中国水泥龙头企业市场占有率



数据来源：东北证券，Wind

图 25：行业平均和龙头公司毛利率对比



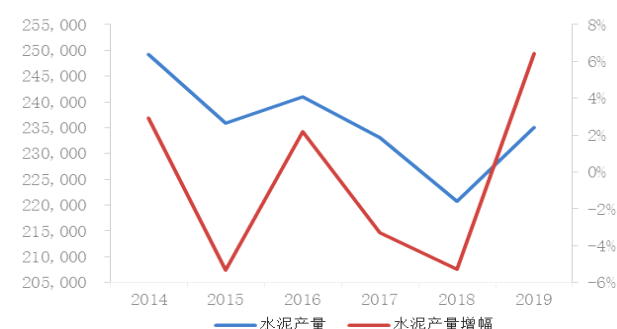
数据来源：东北证券，国家统计局

### 3. 拉动水泥需求的三大驱动力：房地产、基础建设、农村建设

房地产、基础建设、农村建设是水泥下游需求的主要推动力。水泥作为最主要的建筑原材料，在水泥需求的下游结构中，水泥用量最多的行业集中在基建、房地产、农村建设、制造业，其中，利用建筑工程投资比重倒推水泥使用量，建筑工程在基建投资比重为 29%，房地产（含农村建设）24%，制造业为 24%。

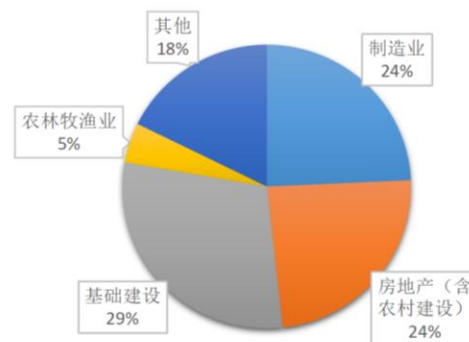
2019 年水泥产量增幅由负转正为 6.5%，一改 2016-2018 年产量颓势，2020 年受到专项债、新农村建设和地产开发对于地方财政的重要性因素影响，基建、房地产以及农村建设对水泥需求持续强势，成为水泥需求的主要推动力。

图 26：2014-2019 年水泥产量及增幅（万吨）



数据来源：东北证券，Wind

图 27：建筑工程投资比重



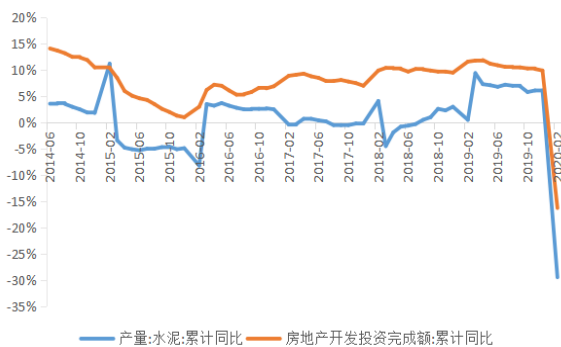
数据来源：东北证券，Wind

### 3.1. 房地产：保持韧劲，稳中有增

#### 3.1.1. 2019 年房地产开发投资额增长，总体需求平稳

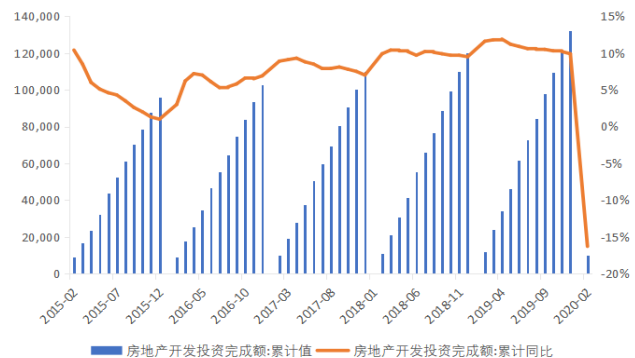
房地产端约占水泥需求的 25%-35%，2019 年开发投资额正向增长。房地产投资额自 2018 年以来趋于稳定，2019 年房地产开发投资额累计 13.22 万亿元人民币，相较于 2018 年同比增长 9.9%，增速稳定。2019 年商品房累计销售面积达 17.2 亿平方米，同比减少 0.1%。供需改善带动水泥产量稳定增长。2019 年水泥产量 23.3 亿吨，同比增长 6.1%。

图 28：地产开发投资和水泥产量累计同比



数据来源：东北证券，中国水泥网

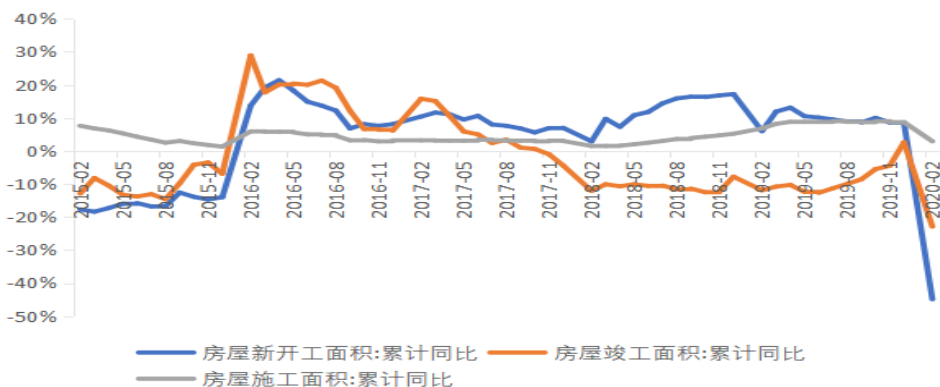
图 29：2010-2020 年商品房销售面积（万平方米）



数据来源：东北证券，中国水泥网

2019 年全国房地产施工和新开工面积增速稳定，同比分别增长 8.7% 和 8.5%，至 89.4 平米和 22.7 亿平米。房屋竣工面积增速自 2016 年以来持续减少，至 2018 年底同比下降 7.8%，2019 年以来，房屋竣工加速修复，同比实现 2.6% 正增长，缩小了自 2017 年下半年以来的房屋新开工面积增速与竣工面积增速的剪刀差，这表明房地产施工节奏加快，相关建材需求沿产业链有效传导，支撑了 2019 年的水泥需求。由此可见，在国家对房地产严监管政策下，在经济持续下行的背景下，房地产端依旧为 2019 年中国经济做出了巨大贡献。

图 30：2015-2020 年房屋新开工、竣工、施工面积同比



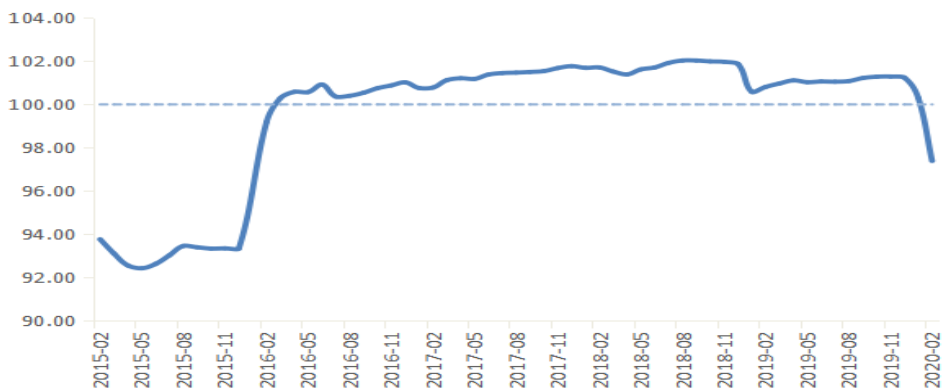
数据来源：东北证券，Wind

### 3.1.2. 疫情期间房地产市场大幅回落，但总体可控

疫情以来，房地产市场大幅下滑。核心业务如投资、销售、开工和竣工等尚不能进行，交付、结算等一系列流程推迟。疫情阻止了居民外出，各种经济活动停顿，售楼处关闭，房屋销售大幅回落。销售受阻一方面给企业带来了极大的流动性风险，资金流紧张；另一方面使房企购置土地需求降低，对后期开发造成影响。2020 年 1-2 月土地购置面积 1092 万平米，同比下降 29.3%，降幅较 2019 年 1-12 月增加 17.9pct。

虽然地价保持稳定，但一季度整体土地供应量收缩，导致土地成交规模下降。2020 年 2 月房地产开发累计投资同比下降 16.3%，商品房累计销售面积同比下降 39.9%，累计销售额同比下降 35.9%，房屋新开工面积、竣工面积分别下降 44.9% 和 22.9%。另外，国房景气指数自 2016 年以来首次跌破 100 至 97.39。我们认为这仅为短期经济冲击，并不代表行业基本面变差，不能真实反映行业景气。房地产投资完成额呈逐年上升趋势，进一步说明地产开工竣工剪刀差缩小，尽管 2 月份完成额累计同比减少 16.3%，但疫情过后有望恢复至此前水平。

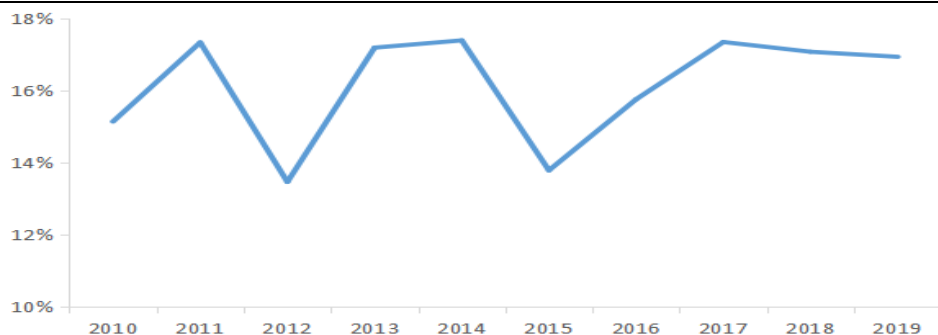
图 31：2015-2020 年国房景气指数



数据来源：东北证券，Wind

历来淡季叠加疫情冲击，各大房企创新线上卖房。受春节影响，第一季度历来是房地产行业销售淡季。2017 年以来第一季度占全年商品房销售额比例在 17% 上下波动。而疫情对于房地产销售影响最大阶段在于第一季度，从全年的角度看，影响属于可控范围。此外，为积极应对严峻疫情、政府管控、复工时间推迟等困难，各大房企纷纷推出线上看房，直播卖房等活动。多家房地产企业成立了线上售楼部，推行 VR 实景看房，微信公众号和朋友圈也同步推出了线上购房服务。此前巨量引擎山东分公司和保利（青岛）公司联合打造的“保利 229 美 Miao 节”抖音直播在秒杀时段，仅半小时认购额就超两亿元。

图 32: 2010-2019 年一季度在全年商品房销售额占比



数据来源: 东北证券, Wind

由此, 整体上疫情对 2020 年第一季度销售冲击未必严重到不可缓解, 随着疫情受到控制并且逐步消退, 行业景气度将会较快地恢复到正常水平, 短期抑制的需求或将在未来得到释放。

### 3.1.3. 稳定复工复产, 房地产需求端或将宽松, 政策端稳定宽松

国家及各大省市稳定复工复产政策纷纷出台。疫情之后经济保增长、就业保稳定任务重。3 月 20 日国务院办公厅印发《关于应对新冠肺炎疫情影响 强化稳就业举措的实施意见》提出, 加快重大工程项目、出口重点企业开复工, 以制造业、建筑业、物流业、公共服务和农业生产等为突破口, 全力以赴推动重点行业和低风险地区就业。截至 3 月 20 日, 各地 1.1 万个重点项目复工率为 89.1%, 其中, 南方地区重点项目复工率达到 98.1%, 北方地区重点项目复工率为 60.3%。

表 10: 典型城市或省份复工情况

| 城市/省份 | 发布时间     | 复工情况  |
|-------|----------|---|
| 上海    | 3 月 23 日 | 上海市推动疫情防控、国计民生、城市运行、群众生活必需的四类企业优先复工, 集成电路、人工智能、生物医药三大先导产业全面复工, 目前, 上海全市重点企业复工率达到 99.5%。同时, 截至目前, 上海已为江浙皖三省协调 271 家产业链配套企业复工, 三省为上海相关企业的 243 家配套企业协调复工 |
| 深圳    | 3 月 18 日 | 在粤港澳大湾区核心引擎深圳, 有建设工程项目 2278 项。截至目前, 涉及城市运行、基本民生、重大活动等重点项目复工率超过 97%  |
| 雄安    | 3 月 26 日 | 雄安新区已复工建设重点项目 78 个, 近 3 万名工人返岗工作  |
| 广东    | 3 月 23 日 | 为确保复工复产有序推进, 广东多部门成立了重点项目复工推进工作专班, 协调解决人员返岗、防疫物资紧张等问题。截至目前, 省重点项目复工率达 97.8%, 其中在建的省重点交通建设项目和重大水利工程已全部复工   |
| 四川    | 3 月 24 日 | 2020 年 700 个省重点项目预计总投资约 4.4 万亿元, 年度投资约 6185 亿元, 其中续建项目 484 个, 新开工项目 216 个。截至 3 月 24 日, 581 个在建省重点项目已全面复工, 复工率 100%                                    |
| 福建    | 3 月 26 日 | 福建省各类企业按综合、大工业、一般工业、商业分类统计, 各类企业复工和达产水平都已达到上年同期的 90% 以上, 复工电力指数居全国前列。在建 1036 个省重点项目累计 6088 个工点的复工率达 98%、项目建设所需的员工实际到岗率已达到计划的 96%, 接近满负荷复工             |
| 河南    | 3 月 21 日 | 省级重点项目已开工复工 1059 个, 开工复工率 98.8%。多数项目建筑材料、防疫物资等筹备比较充足, 大型机械设备普遍进场作业, 项目建设正呈现出开足马力、加快推  |

进的势头

|    |       |  |
|----|-------|--|
| 重庆 | 3月16日 | 重庆市城建领域70个在建市级重点项目全部复工，返岗人员超过1.6万人，全市房屋市政工程累计开工、复工项目2916个    |
| 江西 | 3月16日 | 1-2月，江西省重点建设项目完成投资246.16亿元，复工率为97%。88个新开工项目中已开工27个，开工率为30.7% |

数据来源：东北证券，各新闻网站

房地产供给侧政策针对性放松已开启，需求端或将放松。2020年2月12日中央政治局常委会提出，要加大宏观政策调节力度，积极扩大内需、稳定外需；各省市相继推出房地产支持政策，如放宽预售条件、放松预收资金监管，降低土地出让金比例等。我们认为，随着疫情得到全面控制，各地复工投产持续推进，销售有望持续回稳。

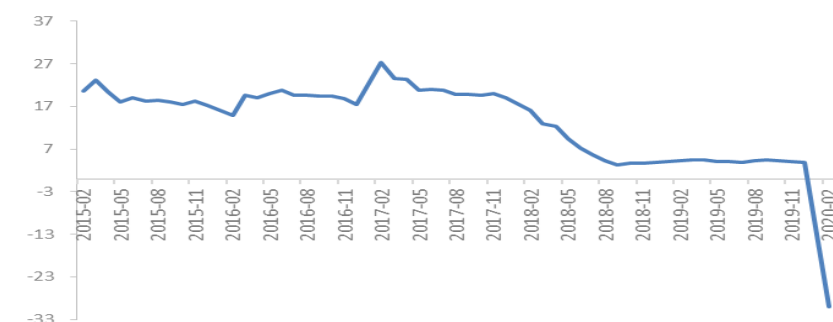
预计2020年房地产开发投资额保持4%-5%左右增长态势。房地产作为一种耐用商品，受国家逆周期调整政策影响明显。在“开工-预售-施工-竣工”的产业链逻辑下，可以合理推测近期交付房压力增大，疫情好转后赶工需求充足，最后带动新一轮的开发投资。房地产虽目前投资小幅下滑，但新开工增速明显回升，加上近期部分地区放松房地产管控，我们认为竣工的修复具有延续性，未来地产将继续强韧，将为上游水泥带来较为稳定的需求。

## 3.2. 基础设施建设：水泥最具潜力下游市场

### 3.2.1. 宏观政策促进基建投资稳中有增

在宏观政策的驱动下，基础设施建设投资稳中有增。自2018年9月至2019年12月基础设施投资（不含电力）同比增长稳定在3.5%，增速环比2019年1-8月份略有提升，基建数据持续小幅反弹后，基本保持平稳。另外在2019年6月，国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，通知中明确地方政府可将专项债用于符合条件的重大项目资本金；并且监管新规对专项债使用比率、适用范围、进行了明确规定。从2020年1月新规实施以来，地方专项债在基建端投资同比约超过2019年基建投资的200%。地方专项债在地产端应用的限制，将更大程度促进地方基建投资力度。

图 33：固定资产投资完成额:基础设施建设投资(不含电力):累计同比



数据来源：东北证券，Wind



### 3.2.2. “新基建”转型升级极大拉动传统基建水泥需求

“新基建”建设的投资和发展能够拉动传统基建水泥需求。2018 年 12 月 19 日至 21 日，中央经济工作会议在北京举行，会议重新定义了基础设施建设，把 5G、人工智能、工业互联网、物联网定义为“新型基础设施建设”。随后“加强新一代信息基础设施建设”被列入 2019 年政府工作报告。2020 年三月，国务院以及工业和信息化部办公室相继出台有关“新基建”相关政策通知，再次强调了新基建的重要性。

“新基建”在定义上是传统基建的升级转型。新基建与传统基建在构成上有着很大程度的交叉，新基建目前较为重要的构成为：城市轨道交通建设；其次，新基建除了城际高速铁路和城市轨道交通之外，新基建的投资主体偏向于制造业和服务业，其中 5G 等信息化建设也要依靠传统基建作为基础支持。

表 11：部分基建宏观政策梳理

| 时间      | 政策                           | 发布部门             | 政策内容   |
|---------|------------------------------|------------------|--|
| 2019.6  | 《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》 | 中共中央办公厅 国务院 院办公厅 | 明确地方政府可将专项债用于符合条件的重大项目资本金；进一步完善专项债券管理及配套措施；精准聚焦重点领域和重大项目的通知》                               |
| 2019.9  | 国务院常务会议                      | 国务院              | 根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，专项债资金不得用于土地储备和房地产等相关领域；专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模比例可为 20% 左右 |
| 2019.11 | 《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》       | 国务院              | 港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%，另外部分补短板基础设施项目可以适当降低项目最低资本金比例                           |
| 2020.3  | 国务院发布会                       | 国务院              | 加强包括 5G、数据中心、工业互联网等新型基础设施建设，“新基建”投资重点领域在 5G、轨道交通，累计投资超 7000 亿                              |
| 2020.3  | 《关于推动工业互联网加快发展的通知》           | 工业和信息化部办公厅       | 鼓励工业企业升级改造工业互联网内外网；鼓励各地建设工业互联网大数据中心；增强 5 大顶级节点功能，启动南京、贵阳量大灾备节点工程建设                         |

数据来源：东北证券，Wind

### 3.2.3. 我国基建水平发展空间巨大

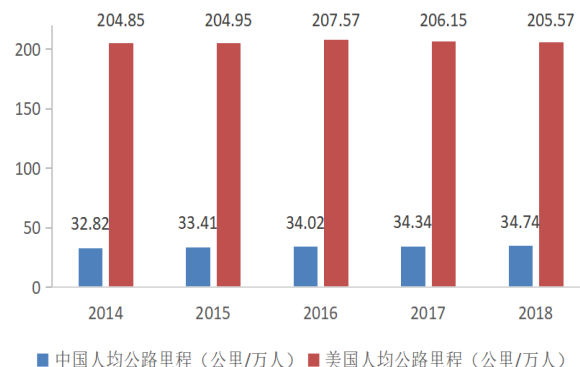
我国基建水平，与发达国家差距较大，未来 3-4 年内有巨大发展空间。截止至 2019 年底，我国铁路营业里程达到 13.9 万公里，居世界第二位。其中中国高铁运营里程达到 3.5 万公里，2016 年起我国铁路营业里程增速稳步上升。我国公路里程在总量上也位居世界前列，但人均公路长度仅相当于美国的 15% 左右左右；截止 2019 年底，全国 36 个主要城市道路网总体平均密度为 5.96 千米/平方千米，相较于 2018 年平均密度 5.89 千米/平方千米，总体增长 1.24%，距离《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》提出的“到 2020 年，城市建成区平均道路网密度提高到 8 千米/平方千米”仍有较大差距。

图 34: 中国铁路历程概况



数据来源: 东北证券, 中国国家铁路集团

图 35: 中美人均公路里程对比



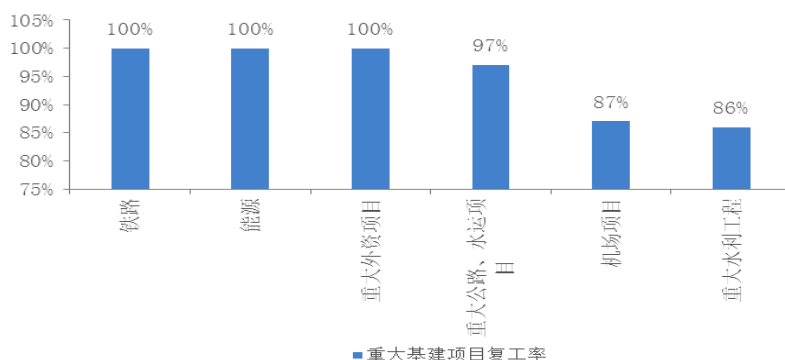
数据来源: 东北证券, 公开资料整理

### 3.2.4. 疫情因素有望对基建水泥需求造成积极影响

水泥需求或会出现逆经济周期的发展趋势。2020 一季度受到疫情影响, 但是随着当前疫情形势向好, 随着交通运输部逐步推动农民工返岗运输工作的进行, 后续相关项目的施工进度将大大加快, 在建工程复工率逐步提升。在 2020 年 3 月初各大城市重大基建项目复工率均达到 90% 以上, 目前已基本全部复工。我国近 20 个省市发布《2020 重点项目投资计划清单》, 投资总额合计超过 40 万亿。

另外, 很多水泥企业意识到智能工厂以及线上贸易对水泥企业减轻劳动强度降低感染风险, 拓宽销售渠道等方面的诸多益处, 开始借助疫情停工期间大力加强建设智能化生产链, 对水泥行业后续发展有积极促进作用。所以, 疫情只是延后水泥消费以及生产的节奏, 今年总体水泥需求预计不减反增。

图 36: 重大基建项目复工率



数据来源: 东北证券, Wind

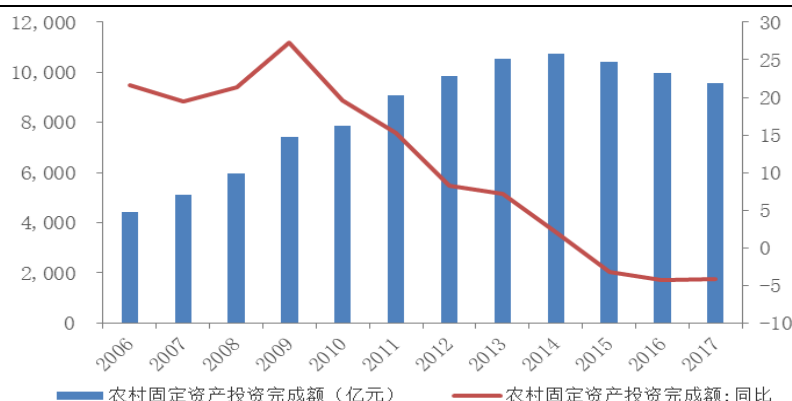
### 3.2.5. 预计我国 2020 年基建水泥需求增速可达 4%-6%

由于我国 2018 年 9 月至 2019 年 12 月基础设施投资 (不含电力) 同比增长稳定在 3.5% 左右, 同时宏观政策大力促进基建投资规模增长, 疫情影响下, 政府或将大力调节基建投资提振经济, 我们预计基建投资增速能够达到 10%, 对应的基建水泥需求也同步上升。

### 3.3. 农村建设：水泥需求或会回弹

农村建设水泥需求持续高位。我国自 2005 年 10 月 8 日，中国共产党十六届五中全会通过《十一五规划纲要建议》提出要按照“生产发展、生活宽裕、乡风文明、村容整洁、管理民主”的要求，扎实推进社会主义新农村建设。2005 年我国农村固定资产投资完成额显著上升，同比增速为处在 20% 左右，虽然，农村固定资产投资完成额在 2014 年达到峰值之后略有下降，但是仍保持在 9000 亿元左右高位。

图 37：2006-2017 年农村固定资产投资完成额及同比（亿元）



数据来源：东北证券，Wind

### 3.4. 农村建设水泥需求或在政策驱动下回弹

新农村建设涉及到的农村固定资产投资完成额，预期会在未来三年内回弹，相对应的农村建设水泥需求将会上升。2020 年中央一号文件《中共中央国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》下发，对标全面建成小康社会目标任务，提出了农村基础设施和公共服务 8 个方面的短板。在农村公共基础设施建设方面文件对农村环境、学校、道路等建设均提出要求。并且同年 1 月中央农办、农业农村部发布《2020 年农村人居环境整治工作要点》制定了 11 个方面 50 项举措，涉及 21 个部门，对各地区各部门结合实际认真贯彻落实、确保按时保质完成农村人居环境整治三年行动方案目标任务提出了系列要求。

表 12：新农村建设政策整理

| 时间       | 政策                                   | 发布部门                | 内容   |
|----------|--------------------------------------|---------------------|--|
| 2020.1.2 | 《2020 年农村人居环境整治工作要点》                 | 中央农村工作领导小组办公室、农业农村部 | 确保按时保质完成农村人居环境整治三年行动方案；集中力量完成打赢脱贫攻坚战和补上全面小康“三农”领域突出短板两大重点任务  |
| 2020.2.5 | 《中共中央国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》 | 中共中央、国务院            | 推动“四好农村路”示范创建提质扩面、全面完成农村饮水安全巩固提升工程任务、分类推进农村厕所革命和加强乡镇寄宿制学校建设，统筹小规模学校布局，改善农村办学条件；建好县乡村三级医疗卫生机构、消除医疗服务空白点 |

数据来源：东北证券，Wind

### 3.4.1. 预计我国 2020 年农村建设水泥需求增速超过往期

据交通部披露，截至 2019 年我国农村公路总里程已超过 404 万公里。自 2003 年我国提出“让农民兄弟走上油路 and 水泥路”，我国累计投入中央资金已经超过 6000 亿元，累计建设和改造通乡镇、通建制村公路超过 230 万公里。但是，我国乡村常住人口 55162 万人，远远超过美国乡村常住人口数量，所以，我国目前农村公路缺口仍然存在。各项文件指出，2020 年，基建“补短板”将是农村工作的重点。各个省市也相继出台农村公路建设相关文件，以江苏省为例，2020 年江苏全省将新改建农村公路 3000 公里，实施农村公路安全生命防护工程 4000 公里。新农村建设政策大力可能会促进农村基建投资规模增长，对应的农村建设水泥需求也会同步上升。

## 4. 水泥行业重点上市公司推荐及投资评级

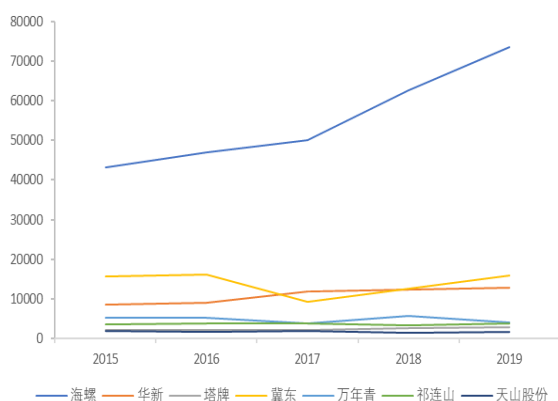
2020 年尽管受疫情影响，部分产能投产进度延后从而带来水泥需求弹性，但是随着复工复产，水泥行业可能在全建材板块中率先迎来 V 型反弹。国家统计局数据显示，3 月份水泥产量强劲反弹。因此我们预计水泥行业景气度仍将持续提高，行业集中度也将有所上升，这得益于需求的持续改善、产能的控制等因素。此外规模的基建投资势必带动水泥需求，利好区域水泥产能释放，刺激水泥市场价格上扬，因此板块确定性也进一步增强，给水泥行业的龙头进一步扩张市场规模带来空间。

表 13: 水泥行业主要上市企业财务指标

| 代码        | 简称   | 营业收入(亿元) |        |        | 净利润(亿元) |       |       | 市值(亿元)  | PE(倍) |         |
|-----------|------|----------|--------|--------|---------|-------|-------|---------|-------|---------|
|           |      | 2017     | 2018   | 2019   | 2017    | 2018  | 2019  |         | TTM   | 2020(E) |
| 600585.SH | 海螺水泥 | 753.1    | 1284.0 | 1570.3 | 164.3   | 306.4 | 343.5 | 3036.44 | 9.62  | 8.82    |
| 600801.SH | 华新水泥 | 208.9    | 274.7  | 314.4  | 22.1    | 57.1  | 70.2  | 471.10  | 10.29 | 8.90    |
| 002233.SZ | 塔牌集团 | 45.6     | 66.3   | 68.9   | 7.2     | 17.2  | 17.3  | 159.53  | 9.78  | 7.69    |
| 000401.SZ | 冀东水泥 | 152.9    | 308.5  | 345.1  | 1.3     | 25.6  | 49.1  | 277.19  | 11.67 | 8.18    |
| 000789.SZ | 万年青  | 70.9     | 102.1  | 113.9  | 8.4     | 18.4  | 20.6  | 120.56  | 8.59  | 7.66    |
| 600720.SH | 祁连山  | 59.7     | 57.8   | 69.3   | 5.3     | 6.9   | 13.1  | 130.73  | 10.60 | 8.31    |
| 000877.SZ | 天山股份 | 70.8     | 79.3   | 96.9   | 2.8     | 12.4  | 18.3  | 134.45  | 9.33  | 7.42    |

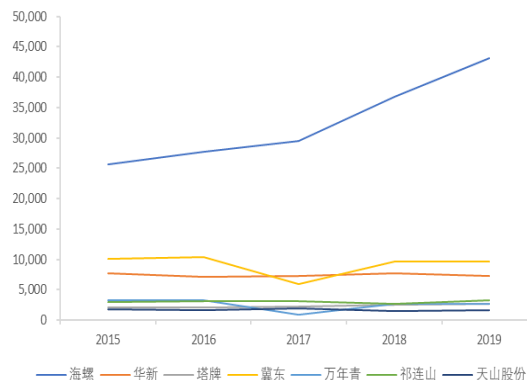
数据来源：东北证券，Wind

图 38: 2015-2019 年各公司水泥及熟料产量(万吨)



数据来源：东北证券，公司官网

图 39: 2015-2019 年各公司水泥及熟料销量



数据来源：东北证券，公司官网



#### 4.1. 海螺水泥（600585.SH） “买入”评级

水泥行业龙头标杆，拥有长期投资价值。海螺水泥是亚洲的水泥龙头企业，上市以来集中精力做强水泥主业，行业地位难以撼动。除了受到行业性政策利好的因素照拂，海螺水泥兼备强大的成本控制能力和优秀的公司治理能力。近年来海螺水泥的各项财务指标表现出众稳健，现金充裕，资债结构持续优化。为了进一步提升竞争优势，海螺水泥注重在设备环保、节能改造方面的突破：集团在新型干法水泥工艺技术创新，采用新型干法窑外分解技术，生产过程通过中央控制石材的集散控制系统，实现从矿石开采到码头运输的全自动化控制，并且在节能降耗技术利用方面位于世界前列。

扩张海内外版图，持续不断提高产能。国内方面，公司为了建设水泥和熟料生产线，新建投产 2 台水泥磨，10 个骨料项目和 3 个商品混凝土项目，产能大幅提高，熟料/水泥/骨料/商混分别提产 90 万吨、625 万吨、1690 万吨和 240 万立方米，同时还在长三角、珠三角和浙闽沿海地区推进建设或租赁中转库等水路上岸通道；海外方面，公司积极促进推动水泥行业的发展，拓宽市场边界，老挝琅勃拉邦项目竣工投产，东南亚、中亚等地区在建及拟建项目有序推进，“一带一路”布局正在进行中。海外业务运营效率在持续提升，目前海螺水泥在国内外覆盖市场区域已经设立 500 多个市场部，拥有了较为完善的营销网络。

T 型战略打造行业护城河，提升公司成本优势。公司深度布局长江经济带和珠江-西江经济带，公司将熟料厂建在矿山资源丰富地区，在沿海无资源区域但水泥消费发达的地区建造熟料库和粉磨站，通过便捷的长江水运连接资源与市场，公司无论在华东还是华南都是沿大江大河布局，其优秀的生产线管理水平、规模优势、运输成本优势及市场优势，使得公司整体生产成本比行业平均低 15-20 元/吨。

#### 4.2. 华新水泥（600801.SH） “买入”评级

建材行业创新驱动企业，行业地位持续领先。随着错峰生产逐渐成为行业常态化政策，华新水泥积极转变发展方式，在水泥行业率先推动并开展可替代原、燃料的研发与应用，形成具有国际先进水平的水泥窑协同处置废物技术和环保解决方案，成功实现从传统水泥生产企业向绿色环保企业的转型。企业也从一家单纯从事水泥生产的企业发展成为集水泥、混凝土、骨料、环保处置、装备制造及 EPC 工程、高新建材等业务的全球化建材集团。

积极延伸产业链，新材料业务成长可期。新材料业务是公司产业链延伸的关键点，华新水泥目前已具备综合环保墙材产能 1.2 亿块/年、水泥包装袋产能 5 亿只/年。目前黄石已建成全国规模最大、技术最先进的环保包装袋生产线，完成 10 亿只包装袋项目，将有序实施水泥装运系统智能化升级。股东拉豪和华新水泥的生产技术经验叠加，骨料产品的渠道资源整合，为新材料业务的长期发展提供广阔空间。在技术创新上，公司与武汉理工大学等知名高校有紧密的合作，因此在热风方底阀口袋、超高性能混凝土、防身节能新材料等新材料业务上成长大有可期。

主市场依托长江便利水运，布局优势明显。湖北市场作为公司水泥业务主市场，发挥枢纽作用，背靠长江便利水运资源，成为典型的“开放市场”，与鄂东区域与华东市场联动性强。其长江上游连通重庆，下游连通降息江西、安徽以及江浙沪区域，如此可降低运输成本。此外，湖北水泥市场是唯一没有大型水泥集团进军的省份，华新水泥产能份额达到 38.9%，拥有较强的行业话语权和控制力，布局优势明显。



#### 4.3. 塔牌集团（002233.SZ） “买入”评级

粤东水泥龙头，经过多年发展，公司已建成广东梅州、惠州，福建龙岩等几大水泥生产基地，水泥生产规模大。公司新建投产的 10000t/d 新型干法熟料水泥生产线，是行业单位产能大、能源消耗最低、环境污染小、资源利用率和劳动生产率高的水泥生产线。2019 年末公司熟料产能 1,163 万吨，水泥产能 1,800 万吨，公司水泥产品在粤东区域市场上占有率较高，未来随着文福万吨线项目第二条生产线建成投产，增加 400 万吨水泥产能，公司的市场占有率将进一步提升。

分红比例和股息率双高。公司 2019 年实现收入 68.9 亿元，系水泥 19Q4 量价齐升与投资收益增加。2020 年未来分红将大概率维持 60% 左右，业绩将达 20.86 亿元，股息率将达到 8.29%。同时公司回购股份，冲销部分股东减持的不利影响。2018 年以来回购实施员工持股计划颇具成效。2020 年将实施第三期员工持股计划，预计将通过集中竞价回购 2-4 亿元，维持 1300 人覆盖规模。

疫后广东基建将再发力，水泥需求有望爆发。2019 年广东省生产总值突破十万亿大关，投资平稳增长，基础设施投资增长 22.3%，水泥需求处于较好水平。据广东省发改委披露，2020 年广东省计划年度投资七千亿元，同比增加 7.7%，水泥需求旺盛。目前公司库存基本已经达满库，疫情对公司全年经营的影响基本可以消除，业绩可能超预期。

#### 4.4. 冀东水泥（000401.SZ） “买入”评级

全面布局，华北水泥行业龙头厚积薄发。冀东水泥是国家重点支持水泥结构调整的 12 家大型水泥企业集团之一，是华北地区水泥龙头企业，在河北地区具备较强的市场控制力。冀东水泥产能主要分布在华北各省，熟料产能占华北地区总产能的 32.09%。冀东水泥在山西也有较高的市占率，产能占山西总产能的 19%。公司水泥生产线布局和销售网络覆盖 13 个省、自治区、直辖市，在所布局的区域广泛，因此相比其他企业拥有接续保供大工程、大客户的能力，在京津冀地区市占率过半。公司重组效应显现，区域市场份额逐步提升。公司 2019 年第一季度完成与金隅冀东水泥资产的资产重组，收购金隅旗下红树林环保后，年熟料/水泥产能分别达到 1.17/1.7 亿吨，京津冀熟料产能份额达到 50% 以上，山西、陕西、内蒙古、黑龙江、吉林产能前三。2019 年重组效应持续显现，熟料产能利用率稳定在 65% 左右。

错峰生产常态化，政策趋严利好龙头。错峰生产和矿山整治压缩熟料过剩产能，错峰限产一直执行严格，尤其是在传统重工业，因此水泥生产企业一直是环保督察的重点对象，由于错峰生产会持续相当长的一段时间，生产规模较小的厂商会因为技术不达标而面临关停的局面，有利于提高行业集中度，利好冀东水泥此类区域龙头。区域供给受到限制，供给平衡得到改善，提升冀东水泥等熟料龙头对于熟料价格和外销的管控能力，熟料龙头话语权提升。

#### 4.5. 万年青（000789.SZ） “买入”评级

深耕本土，江西水泥龙头遥遥领先。万年青主要从事硅酸盐水泥、商品混凝土以及新型墙材的生产和销售，广泛用于基础设施建设以及各类建筑工程。万年青是江西省第二大水泥生产商，全部水泥产能位于江西省内，90% 以上产能位于集中度高，产能过剩少的赣东北及赣南地区，控股产能与南方万年青合营产能合计占江西省内水泥产能的 22.6%，仅次于合并后的中国建材。除少部分水泥销往福建及广东外，

大部分水泥均为省内销售。公司成本管控领先行业，且产能置换完成后成本还有进一步下降的空间，同时商混业务的稳定发展也将完善公司水泥产业链的布局，提升公司中长期的盈利能力。

高效产业链延伸，为提升生产效率、完善市场布局，公司紧抓绿色产业链延伸，2019年快速布局万年、乐平、瑞金、玉山4个骨料机制砂项目，合计年产1000万吨产能，截至2019年末，瑞金公司矿山已通过绿色矿山现场验收，2020年将有部分骨料项目投产。近年万年青完成若干产能等量置换项目，且集中在赣北区域。若未来有更多置换项目通过立项建设，公司核心市场产能供给将会增加，进而水泥熟料的成本将有较好的改善空间。

创新企业管理，拓宽采购渠道。万年青通过资金集约化管理、强化筹融资管理、提高存量资金利用率等方式，节约财务费用3900余万元。积极推进ERP管理平台建设，通过其中应用配合运输的GPS调度系统，实现原材料采购进厂、销售订单、生产任务通过权限审批流程化，生产运营体系智能化。同时公司积极拓宽煤炭采购渠道，全年煤炭直供量占比超70%，密切关注煤炭CCI指数，踩准采购节拍，全年节约煤炭采购成本1亿多元。推行京东慧采平台采购物资，开辟电商采购新渠道。

#### 4.6. 祁连山（600720.SH） “增持”评级

公司是中国建材集团旗下企业，国家支持的12户重点水泥企业之一，西北地区特种水泥生产基地。经过多年的发展，公司构建了以水泥系列产品为主，发展商品混凝土和骨料，延伸上下游的产业链格局，实现了由单一生产向生产经营、兼并重组和资本运营综合一体化的转变。公司通过深化对标管理，建立健全运营管理综合评价体系，全方位提升公司集团化管理水平。打造的“数字祁连山2.0”，通过信息化系统的集成互联，构建起了人财物和产供销的一体化闭环式管理的数字祁连山管控系统，实现KPI指标实时在线对标。同时，公司积极拓展与京东、西域等优质电商平台对接，实现标准工业品、办公用品网络式采购。推进祁连山水泥商城建设，90%以上水泥产品通过线上销售。

甘肃水泥龙头，公司作为甘青藏区域最大的水泥生产企业，拥有十六家水泥生产基地、19条干法水泥熟料生产线，运营了9个商品混凝土生产基地和2个骨料生产基地公司。市场范围涵盖甘肃、青海、西藏三省区主要水泥消费市场，构建了区域全覆盖、连锁式、网格化的市场格局。在甘肃市场占有率达42%，在青海市场占有率达24%，龙头地位稳固，受益于水泥需求提升行情。

#### 4.7. 天山股份（000877.SZ） “增持”评级

新疆水泥龙头，有望受益新疆基建提速。公司水泥产能3866万吨，扣除江苏700万吨，新疆产能为3166万吨，占到新疆产能32%左右，是当地最大的水泥企业和全国重要的特种水泥生产基地，在新疆基本覆盖了区域的经济热点和战略核心区，形成“网络式”覆盖的战略布局。17-19年新疆FAI-YOY分别为20%/-25.2%/2.5%，公司新疆营收分别为47/43/58亿元，YOY分别为31.5%/-7.6%/35.6%，趋势基本一致，并在2019年达到历史新高。2019年新疆区域毛利率35.66%，同比下滑3个百分点。按照2020年新疆维吾尔自治区政府工作报告，FAI预计增速5%，公司新疆区域量价有望更上台阶。

“互联网+水泥”电商平台销售大幅增长。公司成立水泥网络销售平台“聚材商城”，业务发展覆盖公司新疆及江苏子公司销售区域，利用“互联网+水泥”的创新商业模式

渗透终端客户市场，具有较强的商业模式创新优势和渠道优势。2019 年公司旗下水泥电商平台“聚材商城”实现营业收入 5.5 亿元，是 2018 年的 18 倍，占全部营收的 5.7%。

## 5. 风险提示：

海外市场风险：

海外市场面临政治风险、市场风险等多层风险，投资回报率可能不及预期。

产业链延伸不及预期风险：

水泥龙头大多拓展骨料、特种混凝土等业务，虽然带来行业增长点，但仍面临由于经营管理不善和同业竞争而使盈利低于预期的风险。

宏观政策影响风险：

地产市场作为需求端，受到近年来降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控影响，因此宏观政策可能造成行业下游需求增速超预期下滑。

#### 分析师简介:

**王小勇:** 重庆大学技术经济及管理硕士, 四川大学水利水电建筑工程本科, 现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职, 先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4年房地产行业工作经验, 2007年以来具有13年证券研究从业经历, 善于把握周期行业发展脉络, 视野开阔, 见解独到, 多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

**阙磊:** 香港大学商业分析硕士, 南京大学金融学、管理学双学士, 2020年加入东北证券研究所, 现任建筑建材行业研究员。

#### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

#### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

#### 投资评级说明

|                      |      |                                    |
|----------------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资<br>评级<br>说明 | 买入   | 未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。       |
|                      | 增持   | 未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。  |
|                      | 中性   | 未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。   |
|                      | 减持   | 在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。 |
|                      | 卖出   | 未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。       |
| 行业<br>投资<br>评级<br>说明 | 优于大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。         |
|                      | 同步大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。        |
|                      | 落后大势 | 未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。        |

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址                                    | 邮编     |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号                   | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座             | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 729 号                   | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A           | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

机构销售联系方式

| 姓名       | 办公电话          | 手机          | 邮箱                  |
|----------|---------------|-------------|---------------------|
| 公募销售     |               |             |                     |
| 华东地区机构销售 |               |             |                     |
| 阮敏 (副总监) | 021-20361121  | 13564972909 | ruanmin@nesc.cn     |
| 吴肖寅      | 021-20361229  | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn   |
| 齐健       | 021-20361258  | 18221628116 | qijian@nesc.cn      |
| 陈希豪      | 021-20361267  | 13262728598 | chen_xh@nesc.cn     |
| 李流奇      | 021-20361258  | 13120758587 | Lilq@nesc.cn        |
| 李瑞暄      | 021-20361112  | 18801903156 | lirx@nesc.cn        |
| 周嘉茜      | 021-20361133  | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn      |
| 刘彦琪      | 021-20361133  | 13122617959 | liuyq@nesc.cn       |
| 华北地区机构销售 |               |             |                     |
| 李航 (总监)  | 010-58034553  | 18515018255 | lihang@nesc.cn      |
| 殷璐璐      | 010-58034557  | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn     |
| 温中朝      | 010-58034555  | 13701194494 | wenzc@nesc.cn       |
| 曾彦戈      | 010-58034563  | 18501944669 | zengyg@nesc.cn      |
| 周颖       | 010-63210813  | 18153683452 | zhouyingl@nesc.cn   |
| 华南地区机构销售 |               |             |                     |
| 刘璇 (副总监) | 0755-33975865 | 18938029743 | liu_xuan@nesc.cn    |
| 刘曼       | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn      |
| 王泉       | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn    |
| 周金玉      | 0755-33975865 | 18620093160 | zhoujy@nesc.cn      |
| 陈励       | 0755-33975865 | 18664323108 | Chenli1@nesc.cn     |
| 非公募销售    |               |             |                     |
| 华东地区机构销售 |               |             |                     |
| 李茵茵 (总监) | 021-20361229  | 18616369028 | liyinyin@nesc.cn    |
| 赵稼恒      | 021-20361229  | 15921911962 | zhaojiaheng@nesc.cn |