

水泥行业专题报告

复盘比较 2006-2011 年和 2016-至今西北水泥，这次会走得更远

分析师：邹戈

分析师：谢璐



SAC 执证号: S0260512020001



SAC 执证号: S0260514080004



021-60750616



021-60750630



zouge@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **基建主导，2006-2011 年西北水泥股迎高光时刻。**2006-2011 年是需求（基建需求）驱动的经典周期，供给滞后需求反应，起到了锦上添花的作用，而基本面到股价的传导逻辑——水泥价格底部/顶部拐点和西北水泥“三杰”ROE 底部/顶部拐点同步对应，由于 ROE 持续走高（体现为业绩持续超预期）带来 PB 走高，从而股价出现了 ROE、PB 的戴维斯双击。
- **供给主导，2016 年以来西北逐步迎来供给大改善。**2016-目前的西北水泥，供需关系改善带来水泥价格持续上行，带来西北水泥“三杰”的业绩再次出现拐点，基本面的回升同样带来 ROE、PB 的“戴维斯双击”，从而带来股价的上涨，这些基本逻辑没有发生变化；但是具体的演绎方式发生改变，一是 2016-2019 年西北的需求并不好，驱动水泥价格的主导因素是供给，从 2016 年下半年以来，西北的供给正在持续发生大改善，这也会使得本轮周期基本面持续性更强；二是到目前为止，股价上涨更多是 ROE 驱动，PB 上升不明显，这使得股价也更有持续性。供给上的变化主要体现在四个方面，一是 2016 年下半年开始的错峰生产带来改善第一步；二是错峰置换，西北电石渣水泥产能过剩“顽疾”正在逐步解决；三是中国建材内部整合，将促进西北供给格局进一步优化；四是原中材对西北“三杰”整合承诺两度推迟，中建材接力立足长远。
- **甘肃需求再起，需求锦上添花助力 2020 年西北水泥价格弹性再现。**2019 宁夏、甘肃、青海仍是全国水泥价格洼地；2020 年开始，洼地价格淡季不淡，开始上涨。自 2020 年 3 月底宁夏地区打响全行业今年涨价第一枪后，甘肃、青海地区水泥价格已实现多轮普涨。全球疫情蔓延下，基建逆周期调控有望再次发力。
- **投资建议：继续看好以祁连山为代表的西北水泥股。**我们通过复盘 2006-2011 年和分析 2016-目前西北水泥两轮景气大周期基本面的演变，本轮 2016 年开始供给主导的景气周期可持续性将更强；虽然供给上持续在改善，2019 年宁夏、甘肃、青海仍属于水泥价格的洼地；而今年以来这三个地区水泥价格开始显现出淡季不淡特征，微观层面显现甘肃需求超预期，宏观上逆周期调控和扶贫有利于西北区域需求，供需双向改善使得西北既具可持续性又具弹性，我们继续看好甘青龙头祁连山，重点关注宁夏建材、天山股份。
- **风险提示：**宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

相关研究：

建筑材料行业 19 年报及 20 年 1 季报总结:2019 年行业继续高景气，2020Q1 疫情下早周期品种表现较好

2020-05-04

建筑材料行业:2020 年 Q1 机构持仓：行业超配，公募加仓防水，陆港通偏爱水泥

2020-04-24

建筑材料行业：“旧改”和传统基建是稳投资抓手，行业基本面和政策面共振

2020-04-18

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：李振兴 010-59136627 lizhenxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海螺水泥	600585.SH	RMB	59.59	2020/4/28	买入	70.31	6.04	5.89	9.87	10.12	6.24	5.83	18.9	15.6
海螺水泥	00914.HK	HKD	58.30	2020/4/28	买入	77.07	6.04	5.89	8.80	9.02	6.24	5.83	18.9	15.6
旗滨集团	601636.SH	RMB	5.29	2020/4/19	买入	6.27	0.57	0.68	9.28	7.78	5.23	4.36	17.1	18.4
中国巨石	600176.SH	RMB	8.86	2020/3/23	买入	10.44	0.56	0.70	15.82	12.66	10.73	9.32	11.1	12.2
中材科技	002080.SZ	RMB	12.71	2020/3/18	买入	14.85	1.07	1.08	11.88	11.77	9.80	9.81	13.3	11.8
东方雨虹	002271.SZ	RMB	38.19	2020/4/28	买入	46.50	1.86	2.30	20.53	16.60	17.18	13.75	24.1	24.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	12.73	2020/4/29	买入	13.57	0.59	0.68	21.58	18.72	15.24	13.24	23.2	25.7
北新建材	000786.SZ	RMB	24.96	2020/4/28	买入	30.80	1.54	2.03	16.21	12.30	12.86	9.97	16.5	18.6
帝欧家居	002798.SZ	RMB	28.93	2020/4/30	买入	32.94	1.83	2.22	15.81	13.03	11.31	9.05	16.7	17.4
兔宝宝	002043.SZ	RMB	7.51	2020/3/1	买入	10.54	0.62	0.81	12.11	9.27	9.88	6.85	18.9	19.9
冀东水泥	000401.SZ	RMB	20.83	2020/4/24	买入	24.85	2.64	3.03	7.89	6.87	2.77	1.97	18.8	17.7
祁连山	600720.SH	RMB	16.21	2020/4/24	买入	20.62	2.32	2.63	6.99	6.16	4.48	3.86	22.5	21.9
塔牌集团	002233.SZ	RMB	13.58	2020/4/25	买入	16.45	1.68	1.84	8.08	7.38	5.48	4.87	18.4	18.0
中国建材	03323.HK	HKD	9.30	2020/4/13	买入	12.38	1.65	2.17	5.14	3.91	4.73	3.40	15.2	17.2

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表中股价数据来源于Wind资讯统计2020年5月6日该公司收盘市值；表中2020年和2021年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告；海螺水泥H股和中国建材EPS的单位是人民币元/股，收盘价、合理价值单位是港元/股。

目录索引

一、基建主导，2006-2011 年西北水泥股迎高光时刻	6
（一）2006-2011 年西北水泥价格景气大周期带来盈利大拐点、进而带来股价大拐点	6
（二）基建需求主导区域景气，供给锦上添花	10
二、供给主导，2016 年以来西北景气周期会走得更远	14
（一）2016 年下半年开始的错峰生产带来改善第一步	16
（二）错峰置换，西北电石渣水泥产能过剩“顽疾”正在逐步解决	18
（三）中国建材内部整合，将促进西北供给格局进一步优化	22
（四）中材对西北“三杰”整合承诺两度推迟，中建材接力立足长远	25
三、甘肃需求再起，需求锦上添花助力 2020 年西北水泥价格弹性再现	28
四、投资建议：继续看好以祁连山为代表的西北水泥股	29
五、风险提示	30

图表索引

图 1: 2019 年西北水泥价格和全国水泥均价	6
图 2: 祁连山收入 CAGR (2006-2010) 31%	7
图 3: 祁连山归属净利 CAGR (2006-2010) 189%	7
图 4: 宁夏建材收入 CAGR (2006-2010) 41%	7
图 5: 宁夏建材归属净利 CAGR (2006-2010) 98%	7
图 6: 天山股份收入 CAGR (2006-2011) 33%	8
图 7: 天山股份归属净利 CAGR (2006-2011) 91%	8
图 8: 祁连山 06-11 年相对收益率最高达 844%	9
图 9: 祁连山 06-11 年 PB 及 ROE 变动情况	9
图 10: 宁夏建材 06-11 年相对收益率最高达 481%	9
图 11: 宁夏建材 06-11 年 PB 及 ROE 变动情况	9
图 12: 天山股份 06-11 年相对收益率最高达 954%	9
图 13: 天山股份 06-11 年 PB 及 ROE 变动情况	9
图 14: 2004-2012 年西北地区及全国基建占固定资产投资比重	10
图 15: 2005-2012 年全国基建投资累计同比	11
图 16: 西北地区固投增速 2007 年超越全国增速	11
图 17: 经济体量较大的陕西和甘肃是 07 年固定资产投资拐点主要推动者	11
图 18: 西北地区基建投资增速 2007 年超越全国增速	12
图 19: 西北五省基建投资增速对比	12
图 20: 2007-2011 年全国水泥需求中枢在 20%	12
图 21: 甘肃地区熟料产能 2009 年之前持续低增长	13
图 22: 甘肃地区年度新增产能 (万吨)	13
图 23: 宁夏地区熟料产能 2009 年之前持续低增长	13
图 24: 宁夏地区年度新增产能 (万吨)	13
图 25: 新疆地区熟料产能 2009 年之前持续低增长	13
图 26: 新疆地区年度新增产能 (万吨)	13
图 27: 2016H1-2019 年祁连山、宁夏建材、天山股份扣非净利润同比增速	14
图 28: 祁连山 16-20 年相对收益率	14
图 29: 祁连山 16-20 年 PB 及 ROE 变动情况	14
图 30: 宁夏建材 16-20 年相对收益率	15
图 31: 宁夏建材 16-20 年 PB 及 ROE 变动情况	15
图 32: 天山股份 16-20 年相对收益率	15
图 33: 天山股份 16-20 年 PB 及 ROE 变动情况	15
图 34: 2012-2019 年西北省区错峰停产情况 (单位: 天)	17
图 35: 2016-2019 年甘肃固投及水泥产量累计同比	17
图 36: 2016-2019 年甘肃高标水泥价格	17
图 37: 2016-2019 年宁夏固投及水泥产量累计同比	17
图 38: 2016-2019 年宁夏高标水泥价格	17
图 39: 新疆传统熟料和电石渣熟料产能分布 (万吨)	18

图 40: 2016-2019 新疆固定资产投资累计增速 (%)	19
图 41: 2016-2019 新疆水泥产量累计增速	19
图 42: 2016 至今新疆地区水泥价格走势 (元/吨)	19
图 43: 2016 至今全国水泥价格走势 (元/吨)	19
图 44: 2016-2019 年天山股份销量和产能利用率	20
图 45: 天山股份新疆区域的净利润 (万元)	20
图 46: 宁夏价格处于全国洼地 (2019 年排名倒数第二, 倒数第一是贵州)	20
图 47: 内蒙古及宁夏地区电石渣熟料产能分布 (单位: 万吨)	21
图 48: 2016 至今宁夏水泥价格走势 (元/吨)	21
图 49: 甘肃宁夏水泥价格差	21
图 50: 天山水泥熟料产能分布	23
图 51: 宁夏建材熟料产能分布	23
图 52: 祁连山熟料产能分布	23
图 53: 2017-2019 年海中平台量及占长三角产量的比重	25
图 54: 天山股份、祁连山和宁夏建材在中材水泥旗下整合计划推迟两次	26
图 55: 原中材集团熟料产能布局	26
图 56: 两材合并后熟料产能布局	26
表 1: 三家公司 2006-2011 年周期盈利表现	7
表 2: 西北五省及全国固定资产投资完成额增速	15
表 3: 西北五省及全国水泥产量增速	16
表 4: 内蒙古电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案	22
表 5: 西北各省产能集中度情况处于全国前列 (截止 2019 年)	24
表 6: 甘青宁及全国水泥价格、库存与出货率表现 (价格单位: 元/吨 库存单位: % 出货率单位: %)	28

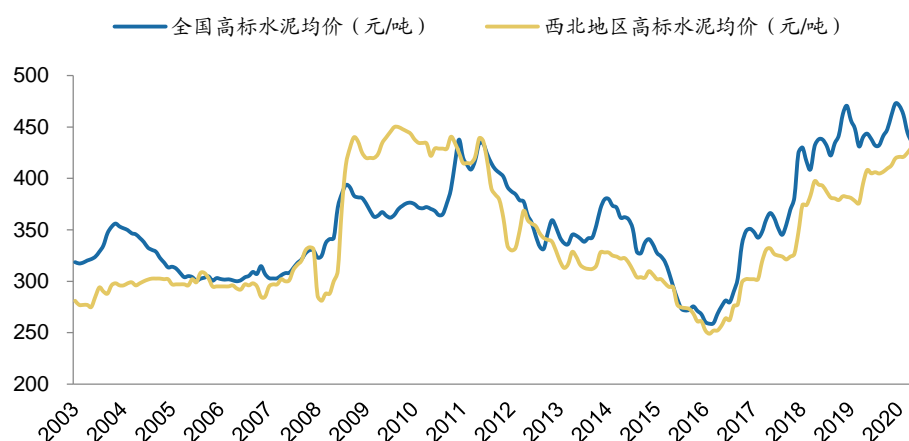
一、基建主导，2006-2011 年西北水泥股迎高光时刻

（一）2006-2011 年西北水泥价格景气大周期带来盈利大拐点、进而带来股价大拐点

1、2007年-2011年是西北水泥价格高光时刻

从历史数据来看，2007-2011年是西北水泥价格的高光时刻：一是景气持续时间久，从2007年1月开始到2011年5月，西北水泥经历了长达4年半的高景气时间；二是价格涨幅大，从2007年价格起涨点到2008年底的高点，水泥价格涨幅超过50%（同期全国水泥均价涨幅仅22%），并在高价格区间运行了2年半时间。

图1：2019年西北水泥价格和全国水泥均价



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

2、2006年-2011年西北水泥“三杰”盈利大爆发

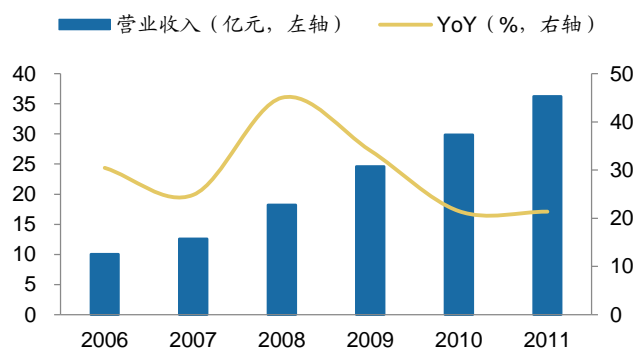
由于水泥价格涨幅大，高价格持续时间久，使得西北水泥公司盈利出现大爆发。西北水泥“三杰”祁连山、天山股份、宁夏建材在2007-2011年期间均有很亮眼的业绩表现：以2006年为基准，祁连山2010年业绩是2006年的70倍，自2006年3季度到2010年2季度，连续16个季度盈利高增长，在这4年期间收入CAGR达31%，归属净利润CAGR达189%；宁夏建材2010年业绩是2006年的15倍，自2006年3季度到2010年2季度，连续16个季度盈利高增长，在这4年期间收入CAGR达41%，归属净利润CAGR达98%；天山股份2011年业绩是2006年的26倍，自2006年2季度到2011年4季度，连续23个季度盈利高增长，在这5年期间收入CAGR达33%，归属净利润CAGR达91%。

表1: 三家公司2006-2011年周期盈利表现

公司	祁连山	宁夏建材	天山股份
归属净利润增长倍数	2010 年/2006 年 70	2010 年/2006 年 15	2011 年/2006 年 26
季度高增长	自 2006 年 3 季度到 2010 年 2 季度, 连续 16 个季度盈利高增长		自 2006 年 2 季度到 2011 年 4 季度, 连续 23 个季度盈利高增长
区域水泥价格高点	460	420	600
水泥价格涨幅	96%	65%	58%
水泥高位持续时间	2008 年 9 月-2011 年 6 月		2009 年 6 月-2011 年 12 月

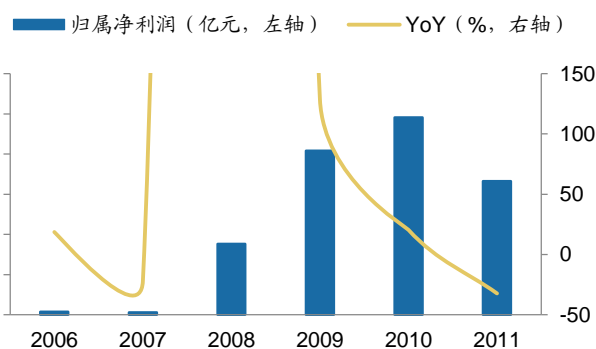
数据来源: 数字水泥网, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 祁连山收入CAGR (2006-2010) 31%



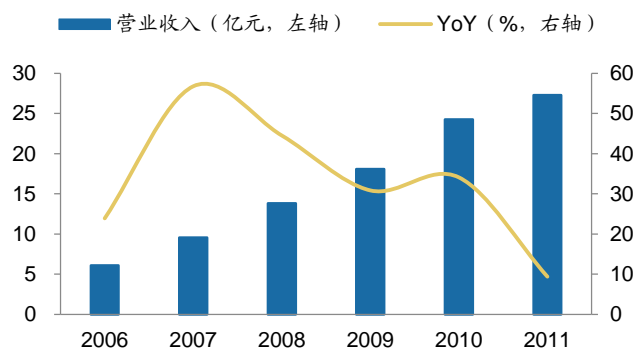
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 祁连山归属净利 CAGR (2006-2010) 189%



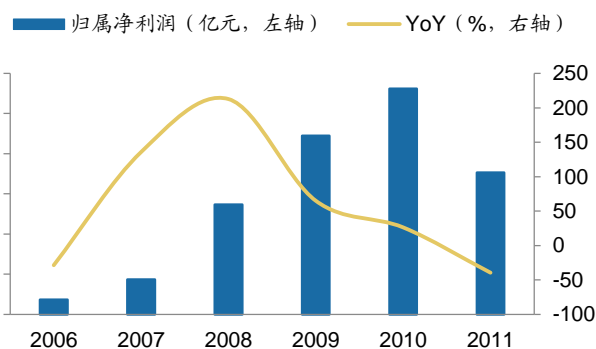
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 宁夏建材收入CAGR (2006-2010) 41%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

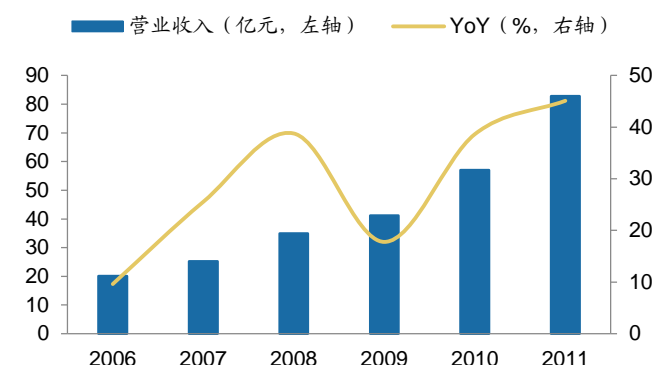
图5: 宁夏建材归属净利 CAGR (2006-2010) 98%



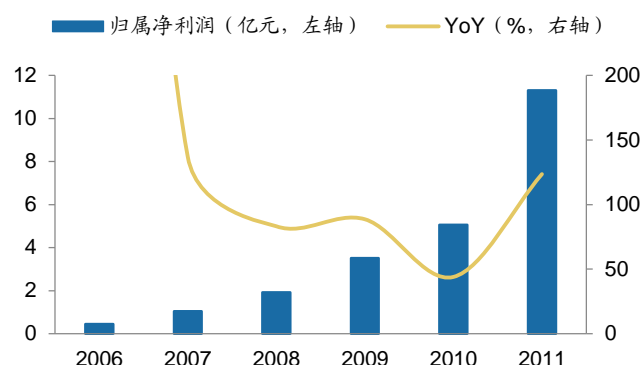
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 天山股份收入CAGR (2006-2011) 33%

图7: 天山股份归属净利CAGR (2006-2011) 91%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3、西北水泥“三杰”盈利爆发带来ROE、PB估值的“戴维斯双击”

由于盈利持续超预期增长，带来西北水泥“三杰”ROE及PB估值的“戴维斯双击”，使得股价表现亮眼。天山股份、祁连山、宁夏建材在2006-2011年相对沪深300指数的收益率最高分别达到954%、844%、481%。具体而言：

(1) 水泥价格的底部拐点、顶部拐点和水泥公司ROE的底部拐点、顶部拐点同步一致。从上市公司业绩来看，盈利增长持续时间和高度不仅取决于水泥价格上涨幅度，也和水泥价格在高位持续时间紧密相关——并不是水泥价格到达高位不涨了ROE就见顶（需要看到水泥价格向下拐点的出现）；在一轮景气上行周期当中，水泥价格自底部上涨幅度越大、水泥价格在高位持续时间越长，水泥公司利润能达到的高度就越高。

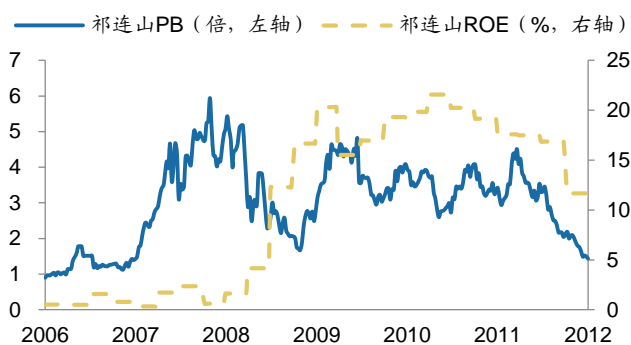
(2) 估值(PB)和公司基本面(ROE)基本同步，不过会受到市场和板块大起大落的影响。三家公司基本面(ROE)分别在2006年2季度(祁连山)、2006年3季度(宁夏建材)、2006年2季度(天山股份)见底回升，三家公司估值(PB)基本在同一时间也见底回升；三家公司基本面(ROE)分别在2010年4季度(祁连山)、2011年1季度(宁夏建材)、2011年4季度(天山股份)见顶回落，它们估值(PB)分别在2011年1季度见顶回落，见顶不是完全同步，主要受到整个水泥板块2011年1季度估值见顶影响；同时在这6年时间也受到整个资本市场2006-2008年大起大落的影响——2006-2007年指数大涨，2008年指数大幅回落，三家公司估值波动也比较大。

图8：祁连山06-11年相对收益率最高达844%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：祁连山 06-11 年 PB 及 ROE 变动情况



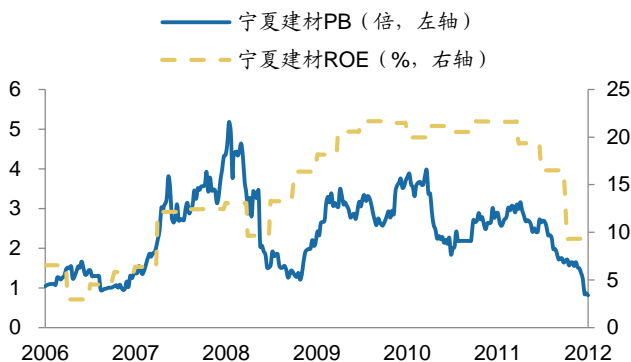
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：宁夏建材06-11年相对收益率最高达481%



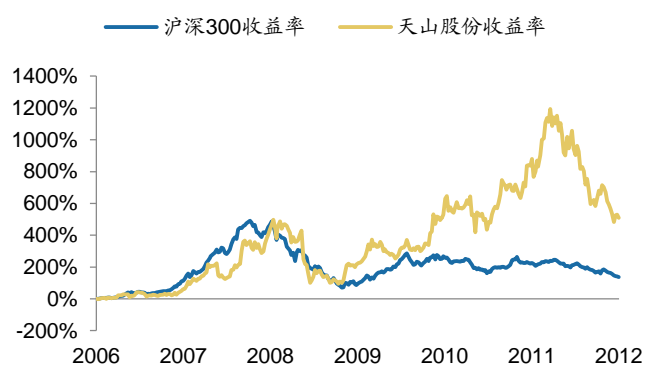
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：宁夏建材 06-11 年 PB 及 ROE 变动情况



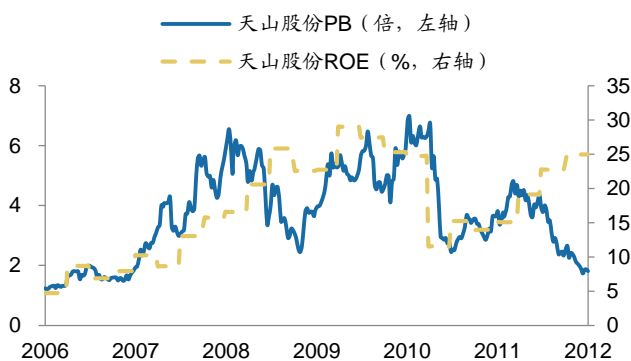
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：天山股份06-11年相对收益率最高达954%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：天山股份 06-11 年 PB 及 ROE 变动情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

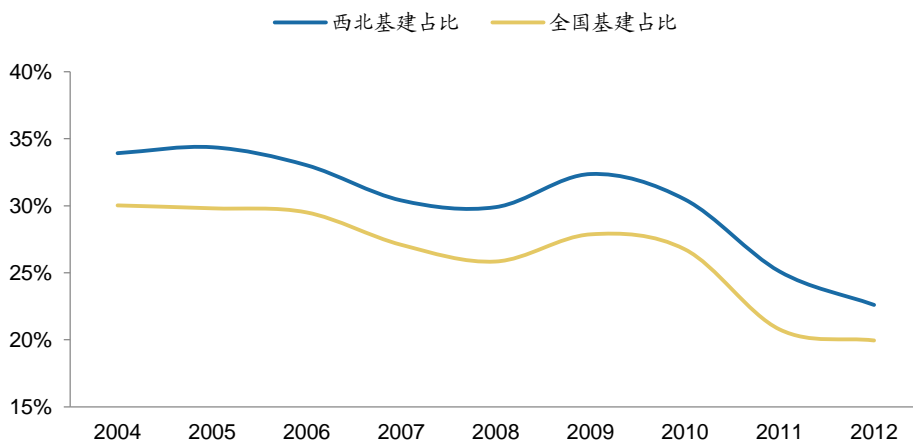
（二）基建需求主导区域景气，供给锦上添花

2006-2011年为什么是西北区域水泥价格和盈利表现最好，还得从供需关系上找答案。

1、全国基建大周期（中间还有“4万亿”）叠加西部大开发建设期使得西北需求领跑全国

众所周知，水泥行业下游需求主要来自房地产、基建、工业、农村，其中地产、基建是最重要的组成部分，且由于水泥的区域性，不同地区的需求结构也有显著差别：南方地区房地产需求占比高（经济发达，房地产体量大），西北地区基建需求占比高（基础设施薄弱，房地产体量相对较小）；我们可以从区域基建投资/固定资产投资数值来反映这一差异，2004-2012年西北地区基建投资/固定资产投资要高于全国4个百分点左右。基建对于西北地区需求影响最大。

图14：2004-2012年西北地区及全国基建占固定资产投资比重



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

首先，从全国大环境来看，2008年全国基建投资进入新的上行周期，而为了对冲全球金融危机造成的需求疲软影响，2008年底启动“四万亿”计划，基建投资更是大提速，从2008年底到2010年上半年一直都处于高速增长区间。而2010年下半年-2011年宏观政策转向紧缩，开始上调存款准备金和加息，同时2011年7月的“甬温线特别重大铁路交通事故”使得全国高铁建设暂缓，基建投资增速大幅回落。

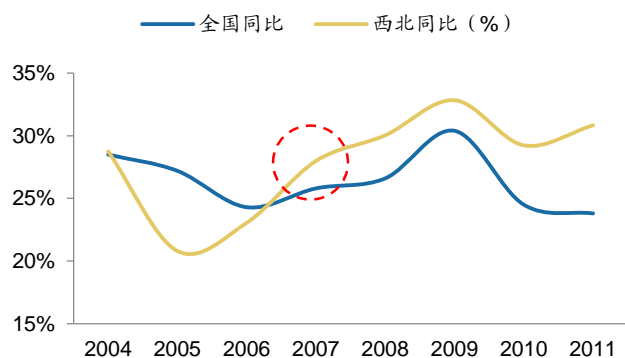
图15: 2005-2012年全国基建投资累计同比



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

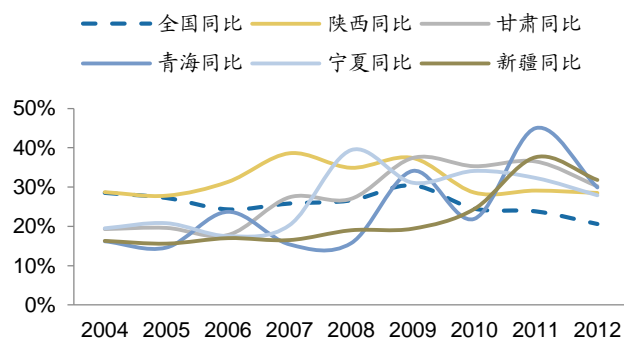
其次, 从西北小环境来看, “西部大开发”带动西北地区基建增长。2007年西北地区固定资产投资增速和基建增速开始超过全国, 2007-2011年西北地区固定资产投资复合增速30.7%, 快于全国固定资产投资复合增速26.8%, 其中经济体量较大的陕西和甘肃是西北地区增速超过全国增速的主要推动者。固定资产投资的旺盛也反映在水泥需求上, 2007-2011年间西北地区水泥产量增速维持着20%的需求中枢, 也高于同期全国水泥的需求中枢14%。

图16: 西北地区固投增速2007年超越全国增速



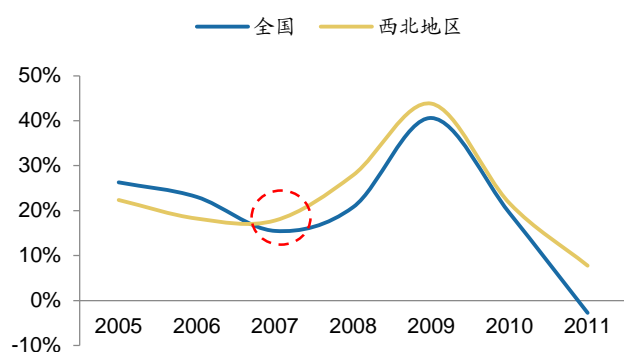
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图17: 经济体量较大的陕西和甘肃是07年固定资产投资拐点主要推动者



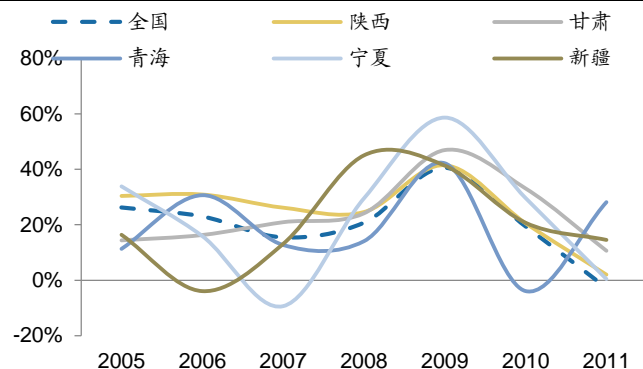
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图18: 西北地区基建投资增速2007年超越全国增速



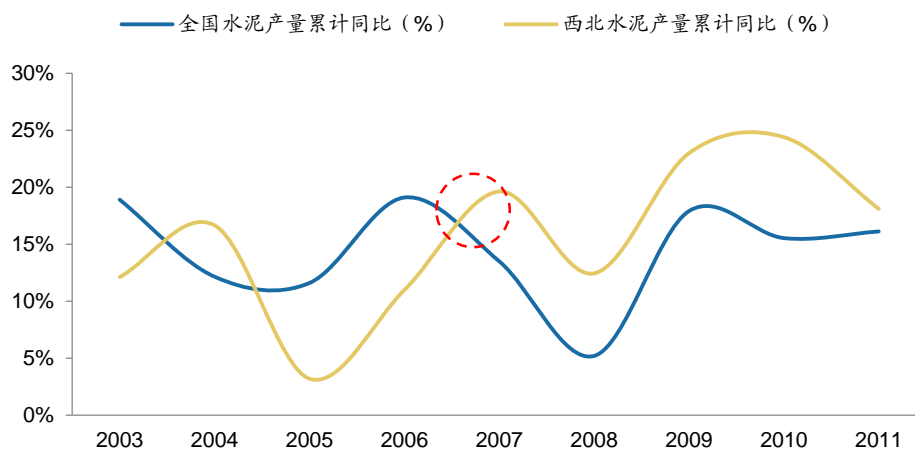
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图19: 西北五省基建投资增速对比



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图20: 2007-2011年全国水泥需求中枢在20%



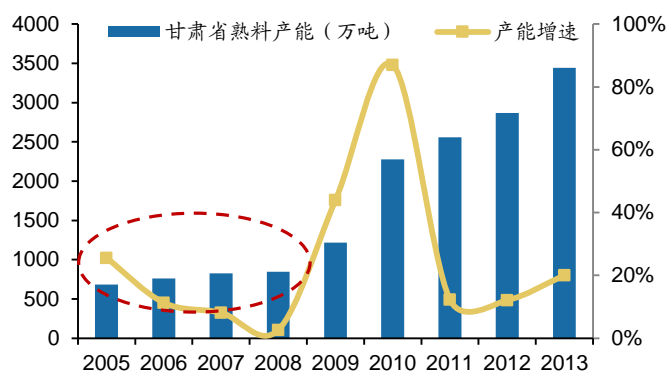
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

2、供给: 滞后需求反应, 加大了弹性

由于供给的反应比需求慢一拍 (逻辑上来看, 企业看到需求和盈利好转才会新上产能), 价格底部拐点的出现一般以需求好转作为契机; 随着新增产能持续投放, 一旦需求走差, 供需关系就很容易发生逆转, 从而使得价格顶部开始向下。在这个过程中, 需求对趋势的转折起到了主导作用, 供给的变化增加了趋势发生的确定性。

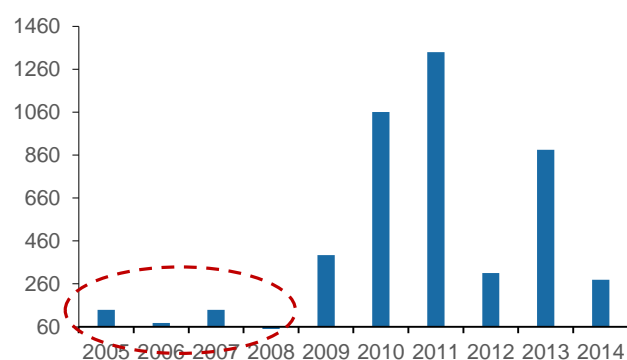
甘肃、宁夏、新疆地区2005-2008年新增供给一直都很少 (新疆2009年新增供给也很少), 在需求持续好转后, 供需关系失衡带来水泥价格出现上涨拐点; 而区域需求和盈利持续高景气刺激企业产能扩张, 甘肃和宁夏2009-2011年是新增产能持续大扩张, 新疆2010-2012年新增产能持续大扩张; 而随着2011年需求持续下行, 导致供需关系发生逆转, 2011年水泥价格出现向下拐点。整体来看, 新增产能滞后于区域需求和盈利, 也同时增加了底部拐点和顶部拐点的确定性。

图21: 甘肃地区熟料产能2009年之前持续低增长



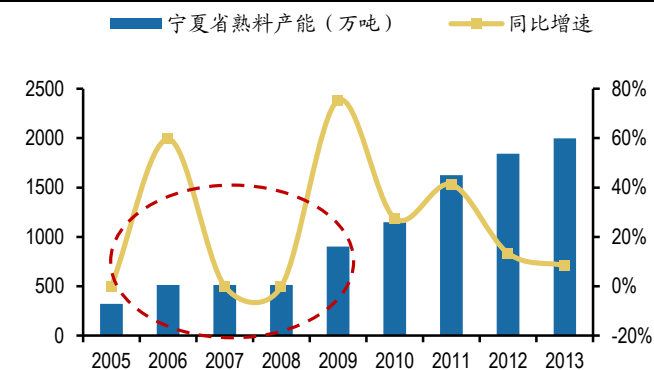
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图22: 甘肃地区年度新增产能 (万吨)



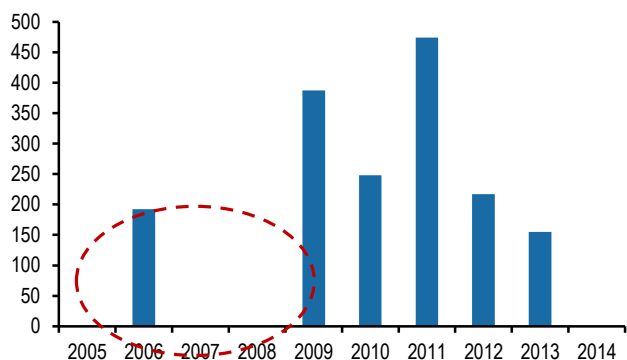
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图23: 宁夏地区熟料产能2009年之前持续低增长



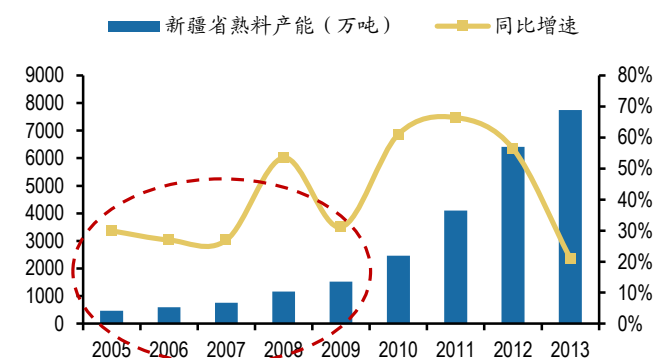
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图24: 宁夏地区年度新增产能 (万吨)



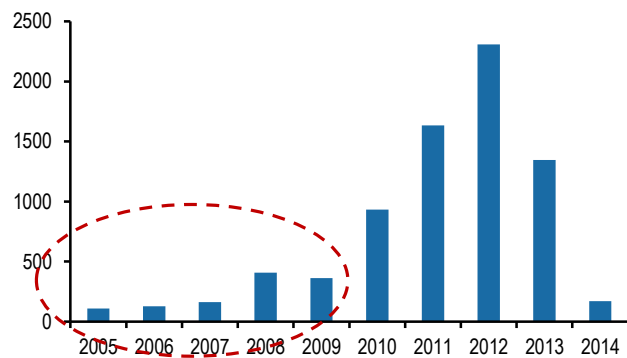
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图25: 新疆地区熟料产能2009年之前持续低增长



数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图26: 新疆地区年度新增产能 (万吨)

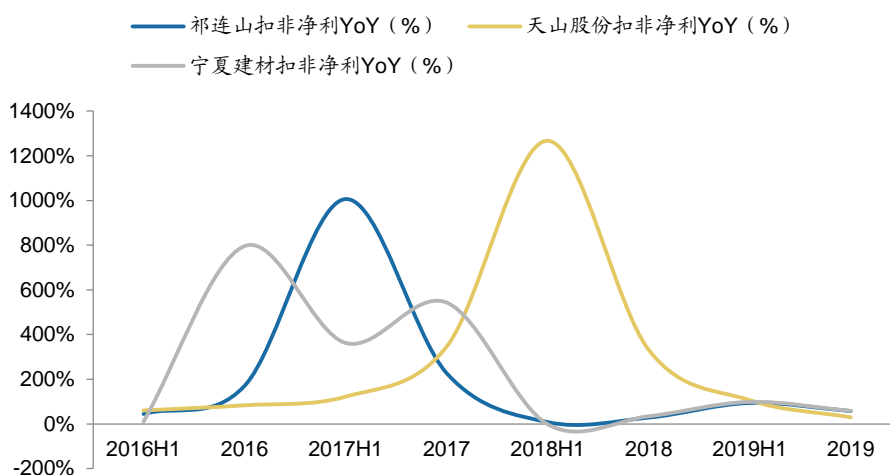


数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

二、供给主导，2016年以来西北景气周期会走得更远

10年后的2016年，西北地区水泥价格再次迎来底部拐点，并一路上行到现在（见上文图1），价格持续上行带来西北水泥“三杰”的业绩再次出现拐点，2016年下半年明显开始加速增长。基本面的回升同样带来ROE、PB的“戴维斯双击”，从而带来股价的上涨。

图27：2016H1-2019年祁连山、宁夏建材、天山股份扣非净利润同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图28：祁连山16-20年相对收益率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图29：祁连山16-20年PB及ROE变动情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图30: 宁夏建材16-20年相对收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 宁夏建材16-20年PB及ROE变动情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 天山股份16-20年相对收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 天山股份16-20年PB及ROE变动情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

和上一轮大周期（2006-2011年）相比，本轮周期有不一样的地方，一是审视2016-2019年西北的供需关系，2016-2019年西北的需求并不好，驱动价格的主导因素变为供给；从2016年下半年以来，西北的供给正在持续发生大改善，这也会使得本轮周期基本面持续性更强。二是到目前为止，股价上涨更多是ROE驱动，PB上升不明显，这使得股价也更有持续性。供给面的持续改善主要体现在以下几个方面。

表2: 西北五省及全国固定资产投资完成额增速

	全国	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆
2016	8.10%	12.30%	10.50%	9.90%	8.20%	-5.10%
2017	7.20%	14.60%	-40.30%	10.50%	3.00%	20.00%
2018	5.90%	10.40%	-3.90%	7.30%	-18.20%	-25.20%
2019	5.40%	2.50%	6.60%	5.00%	-10.30%	2.50%
CAGR	6.64%	9.85%	-9.33%	8.15%	-4.91%	-3.34%

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

表3: 西北五省及全国水泥产量增速

	全国	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆
2016	2.50%	-11.80%	-1.20%	7.60%	12.60%	-5.70%
2017	-0.20%	-1.73%	-10.71%	-11.16%	11.75%	10.41%
2018	3.00%	-0.01%	-3.97%	0.11%	-20.27%	-20.29%
2019	6.13%	5.58%	14.21%	-0.60%	7.27%	6.51%
CAGR	2.83%	-2.20%	-0.82%	-1.24%	1.85%	-3.04%

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

表3: 西北五省及全国熟料产能利用率

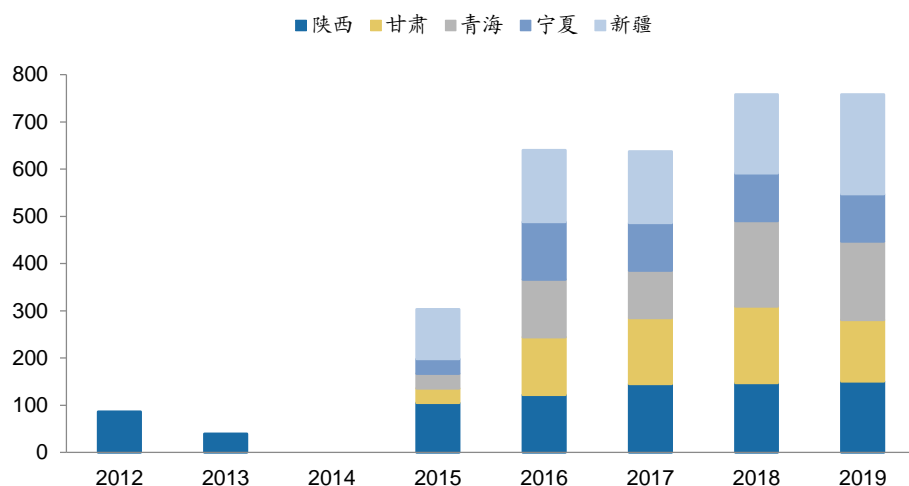
	全国	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆
2016	74.59%	71.41%	73.56%	90.49%	67.37%	31.41%
2017	75.04%	66.39%	70.90%	72.72%	79.39%	35.79%
2018	75.45%	61.98%	67.37%	63.45%	72.49%	30.94%
2019	75.59%	67.54%	71.33%	53.80%	72.46%	35.33%

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（一）2016年下半年开始的错峰生产带来改善第一步

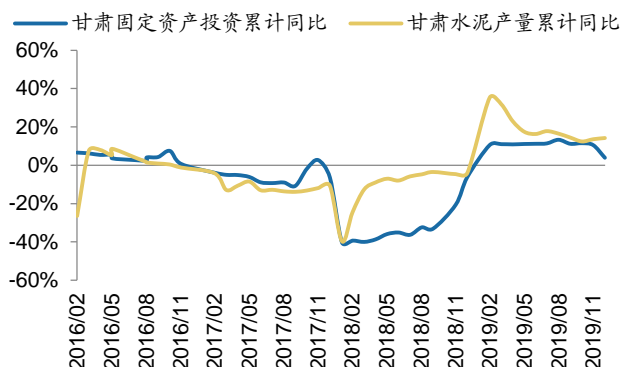
早在2014年11月新疆地区率先实行水泥错峰生产，当时新疆熟料产能利用率只有40%多，区域内企业想通过错峰生产协同自救，错峰生产从开始就是企业和协会自发行为。2016年5月由国办发34号文件明确南北方冬季和夏季错峰；2016年10月工信部和环保部联合发文《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，明确了2016-2020年错峰生产，北方十五省错峰生产常态化；至此北方水泥错峰生产开始常态化展开，我们也看到2016年下半年以来，西北地区停产力度明显增加，错峰生产带来的效果也很明显——区域供给大幅收缩，供需关系得以逆转；最典型的案例就是甘肃和宁夏市场，在2017-2018年需求持续下行情况下，由于错峰生产，区域水泥价格仍上涨至高位维持。

图34：2012-2019年西北省区错峰停产情况（单位：天）



数据来源：数字水泥网，各省区政府网站，广发证券发展研究中心

图35：2016-2019年甘肃固投及水泥产量累计同比



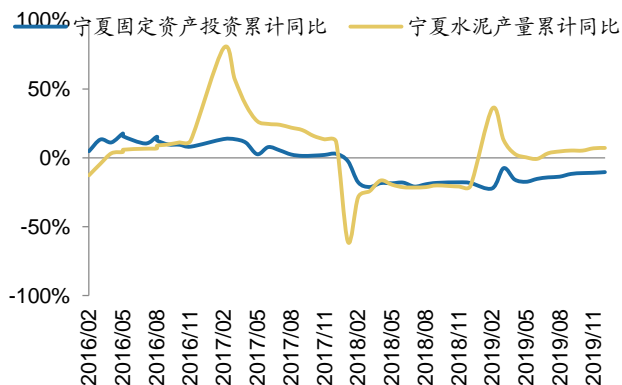
数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图36：2016-2019年甘肃高标水泥价格



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图37：2016-2019年宁夏固投及水泥产量累计同比



数据来源：统计局，广发证券发展研究中心

图38：2016-2019年宁夏高标水泥价格



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

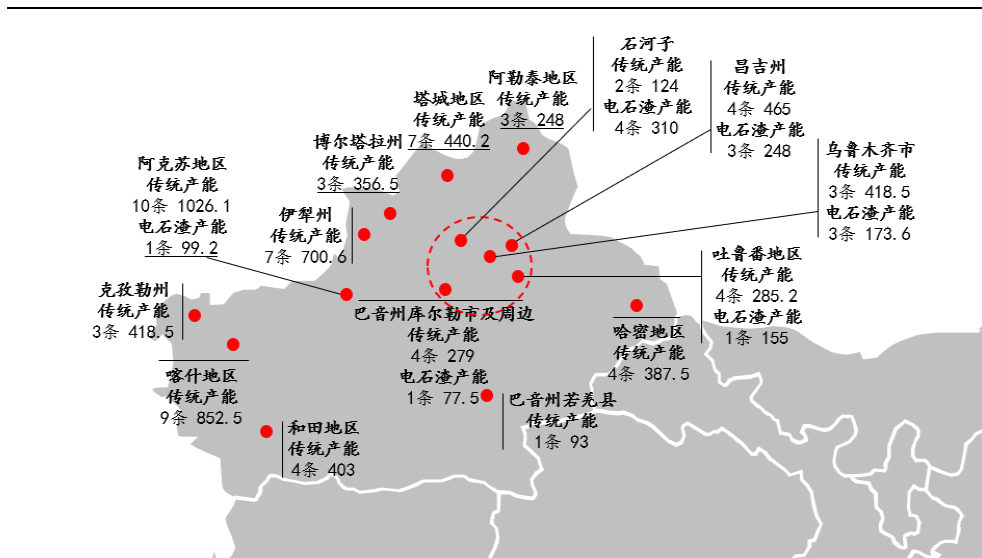
（二）错峰置换，西北电石渣水泥产能过剩“顽疾”正在逐步解决

电石法生产PVC后的电石渣经处理后可100%替代石灰石作为水泥熟料的生产原料，并大大降低原材料成本，这也导致PVC资源较丰富的新疆、内蒙、宁夏等地产能了较严重的水泥产能过剩问题。早在2016年，国办发〔2016〕34号文就提出“在采暖地区的采暖期全面试行水泥熟料（含利用电石渣）错峰生产”，但在实际操作中由于PVC行业的经济地位、安全生产及废渣处理等原因根本无法执行。由于电石渣水泥难于错峰停窑且生产成本较低，长期以来，为争夺有限的市场与传统水泥企业展开激烈的价格战竞争，对行业效益影响极大。

1、2018年新疆创造性化解电石渣水泥产能过剩问题，迎来价格大拐点

据数字水泥网，新疆共有电石渣水泥企业4家，13条生产线，产能1100万吨，产能占全疆比重14.5%，全部集中在乌鲁木齐-昌吉-石河子-吐鲁番这个半径不超过200公里的区域内，区域内产能过剩严重。2017年9月，新疆建材行业管理办公室召开《新疆电石渣水泥企业错峰生产协调会议》，创新提出了通过“错峰置换”使电石渣水泥企业间接参与错峰生产的思路，即电石渣水泥企业在采暖季错峰生产期间可以不停窑，由传统水泥企业在非采暖季，非错峰生产期间，增加停窑时间予以置换补偿，以此协同保证电石法PVC企业在水泥行业错峰生产期间的正常生产。电石渣水泥企业错峰生产期间生产的合格水泥熟料，由区域内传统水泥企业统筹消化处理，熟料的价格参考接收熟料的传统水泥企业的变动成本制定，同时给予运输费用补贴。

图39：新疆传统熟料和电石渣熟料产能分布（万吨）



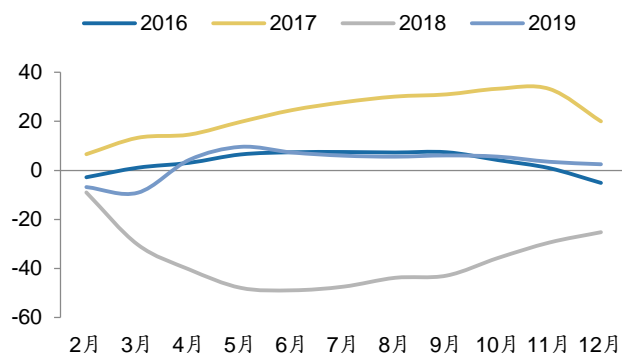
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

2017年9月出台的政策很好的助推新疆有效控制供给，走出价格和盈利低谷。我们可以从区域供需与水泥价格以及天山股份产销、盈利情况来观测这一变化。从新疆供需与水泥价格来看，2016年地区新增熟料产能465万吨且全年水泥需求低迷，下降5.7%，全年水泥维持较低均价278元/吨；2017年至今无新增产能，2017年水泥需

求有所恢复，全年上升10.41%，但全年水泥均价仅上升10元/吨，仍不足300元/吨，是全国的价格洼地；2017年9月采用新政策后，在2018年需求大幅恶化的情况下新疆地区均价较2017年提升109元/吨，2019年均价较2018年再次提升59元/吨。

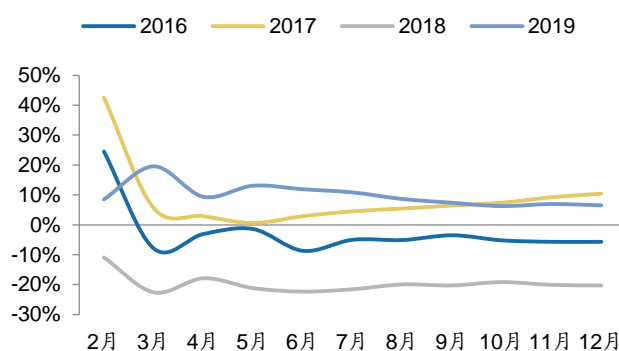
从区域龙头公司天山股份产销量和产能利用率来看，2017年产销量同比增长19%，水泥产能利用率接近50%，供给释放同时需求并没有这么快增长，导致水泥价格低迷，而2017年9月采用新的政策后，2018年产销量同比下降15%，水泥产能利用率下降到39%，供给上的收缩带来2018年水泥价格的大幅上涨；区域供给秩序好转带来价格上涨也体现在利润上，从天山股份新疆区域（剔除江苏子公司影响）净利润来看，2016年天山股份新疆区域的净利润1.1亿元，2017年下滑至亏损411万元，而在2017年底“错峰置换”政策执行后，2018年净利润达到6.3亿元。

图40: 2016-2019新疆固定资产投资累计增速 (%)



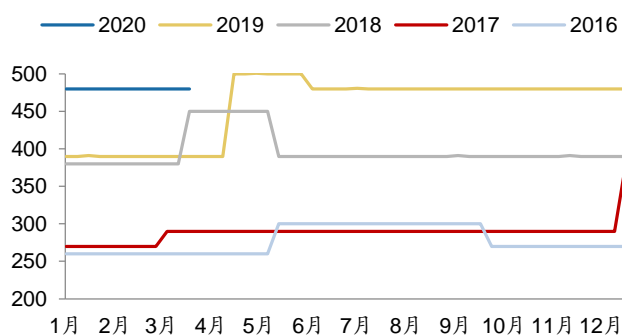
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 41: 2016-2019 新疆水泥产量累计增速



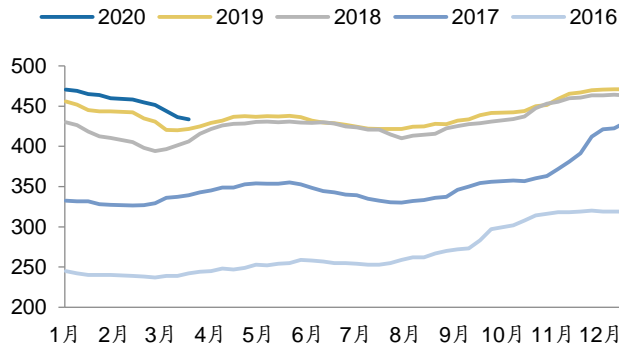
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图42: 2016至今新疆地区水泥价格走势 (元/吨)



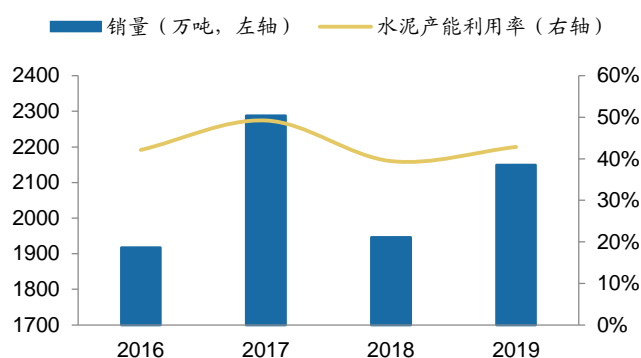
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图 43: 2016 至今全国水泥价格走势 (元/吨)



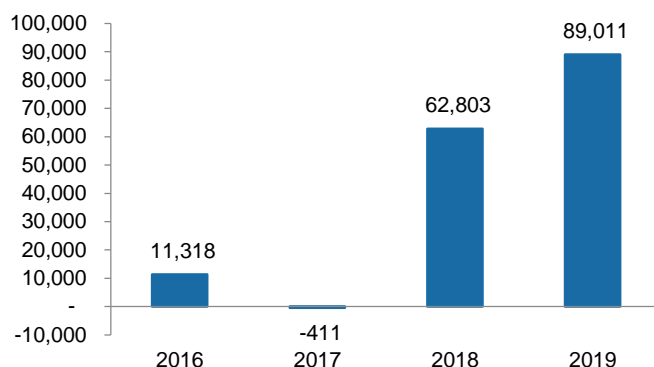
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图44: 2016-2019年天山股份销量和产能利用率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图45: 天山股份新疆区域的净利润 (万元)



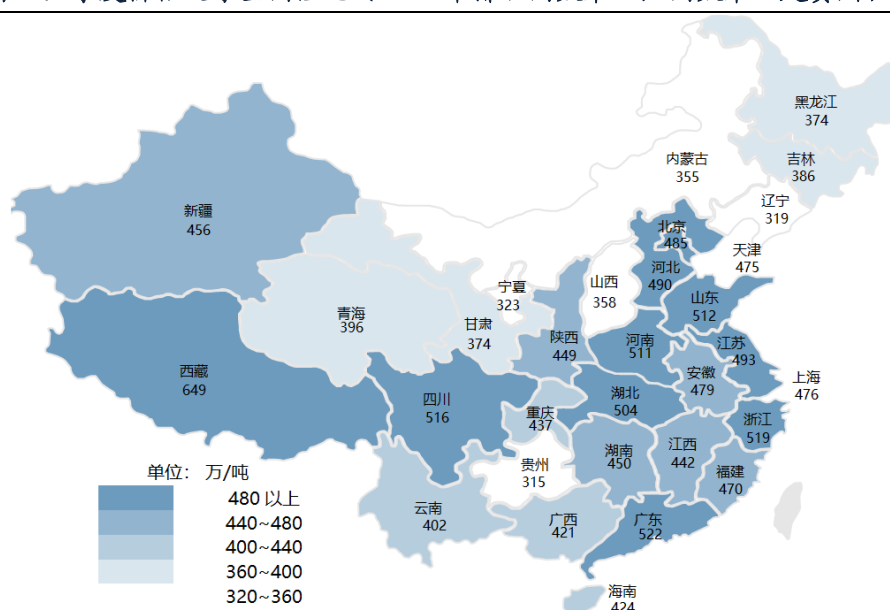
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2、2020年宁夏和内蒙模仿新疆经验，有望推动西北价格洼地上涨

内蒙古及宁夏地区也受电石渣产能的影响，目前是全国的价格洼地。据数字水泥网，内蒙古与宁夏地区同样也是电石渣企业的聚集地，都在以蒙西呼包鄂城市群及宁夏北部为主的300公里的半径内，共有14条电石渣生产线，其中内蒙古10条合计992万吨，占到内蒙古总产能的15%；宁夏4条合计279万吨，占到宁夏总产能的13%。受电石渣产能的影响，内蒙古及宁夏地区的水泥价格也长期处于低位，目前是全国的价格洼地之一。

与此同时，由于电石渣熟料低廉的成本以及当地较低的价格，2019年来自内蒙古及宁夏的电石渣熟料跨区流动至甘肃、陕西、河南、河北等相对高价区，干扰当地的价格体系，比如2019年的甘肃市场（需求端增长较快，区域格局和错峰生产也较好，但是价格一直受到宁夏地区的压制表现平平）。

图46: 宁夏价格处于全国洼地（2019年排名倒数第二，倒数第一是贵州）



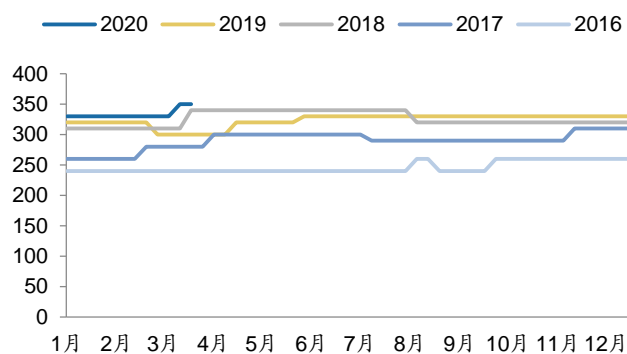
数据来源: 数字水泥网, 广发证券发展研究中心

图 47：内蒙古及宁夏地区电石渣熟料产能分布（单位：万吨）



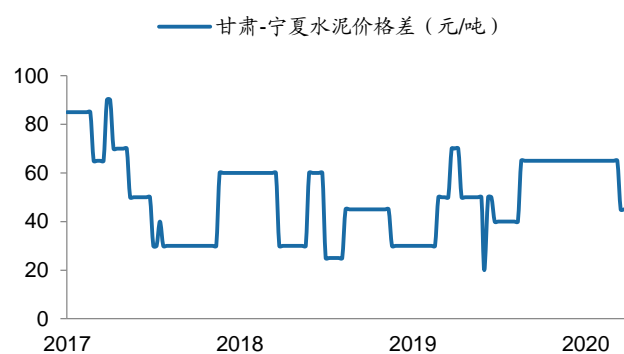
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图48：2016至今宁夏水泥价格走势（元/吨）



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图 49：甘肃宁夏水泥价格差



数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

2020年3月27日，内蒙古自治区工信厅发布《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的公示》，内蒙古冀东水泥有限公司等四家传统水泥熟料企业分别与乌海及周边地区五家电石渣熟料企业签订产能置换协议，并制定错峰停窑方案，出具了错峰生产产能置换承诺书。

表4: 内蒙古电石渣与传统水泥熟料企业错峰生产产能置换方案

所属集团	产能置换生产线	规模 (t/d)	停窑时长 (月)	停窑期限
金隅冀东	内蒙古冀东水泥有限公司	1#5000 线	2	6 月 5 日—8 月 5 日
	内蒙古伊东冀东水泥有限公司	2500 线	4	3 月 16 日—7 月 15 日
蒙西水泥	鄂尔多斯市蒙西建材有限责任公司	5000 线	3	4 月 16 日—7 月 15 日
中联水泥	巴彦淖尔中联水泥有限公司	5000 线	1	3 月 16 日—4 月 15 日
赛马水泥	乌海市西山水泥有限责任公司	2500 线	4	3 月 16 日—7 月 15 日
合计			14	

数据来源: 内蒙古工信厅, 广发证券发展研究中心

此次内蒙古错峰生产产能置换方案的出台, 迈出优化内蒙古行业供给秩序第一步, 有利于稳定华北、西北地区的行业供给格局和水泥价格体系。

从已公示的产能规模来看, 四家传统水泥熟料企业年产能合计约620万吨(一年按照310天计算), 占到内蒙古2019年熟料总产能的9.3%; 对应的五家电石渣熟料企业产能合计约403万吨, 占到内蒙古2019年熟料总产能的6.1%, 占到内蒙古电石渣熟料产能的41%。从进行错峰置换的四家传统熟料企业产能归属来看, 四家企业均属于大型水泥集团: 冀东水泥是泛华北地区最大的水泥企业, 在泛华北地区市占率近30%, 在内蒙古地区市占率11%; 蒙西水泥是内蒙古本地最大的水泥企业, 在内蒙古地区市占率13%; 中联水泥与赛马水泥均隶属全国最大的水泥企业中国建材, 中国建材在内蒙古地区市占率达20%。大企业在错峰生产的执行方面更能起到带头表率作用, 执行力更强。根据各家企业需执行的错峰天数, 我们测算四家企业合计压减熟料产量165万吨, 占内蒙古2019年熟料总产量的4.7%。

同时本次政策迈出从供给端解决电石渣水泥产能过剩第一步, 未来有希望在内蒙古和宁夏地区全面拓展。在《宁夏回族自治区2019-2020年冬春季大气污染防治攻坚行动方案》中, 宁夏回族自治区工信厅对水泥行业错峰要求提到, 区域内水泥企业全部参与错峰生产。24条水泥熟料生产线中, 20条利用石灰石生产水泥熟料的生产线均按照规定时限进行错峰, 4条利用电石渣生产水泥熟料的生产线在不影响上游生产的情况下确定了灵活的错峰时间。

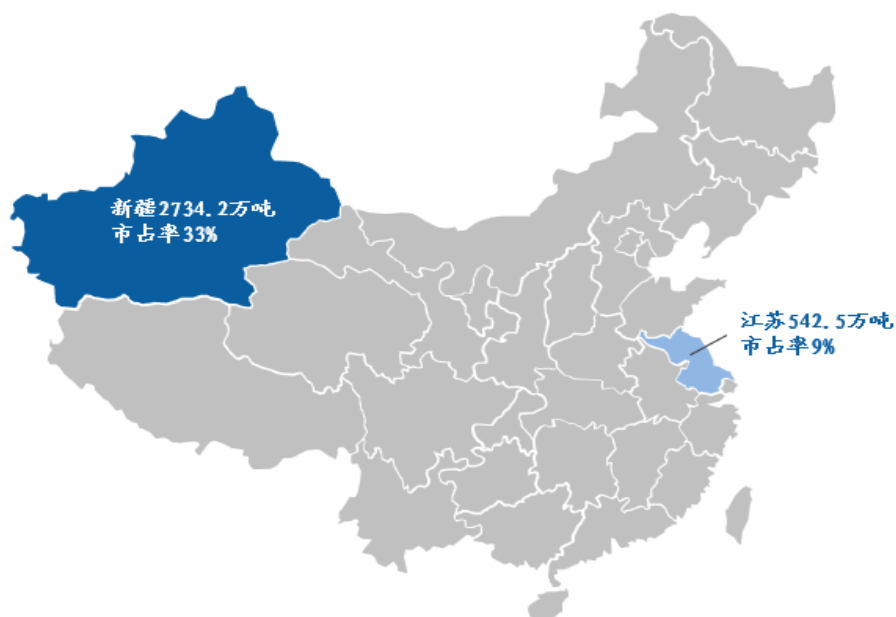
(三) 中国建材内部整合, 将促进西北供给格局进一步优化

1、西北“三杰”在西北市场份额已经很高, 西北各省份集中度也很高

作为甘青地区的绝对龙头企业, 祁连山在甘肃和青海建有多条水泥生产线, 并往西藏拓展; 作为宁夏市场的绝对龙头, 宁夏建材自2009年开始以宁夏为中心向甘肃、内蒙古进行环形扩张; 天山股份作为新疆的龙头公司, 主要布局在新疆, 江苏也有少部分产能。截至2019年底, 天山股份拥有熟料产能3276.7万吨, 宁夏建材拥有熟料产能1905.7万吨, 祁连山拥有熟料产能1968.5万吨, 产能分别是新疆(市场占有率33%)、宁夏(市场占有率33%)、甘肃(市场占有率41%)三省区的第一位。

同时, 从西北各省的产能集中度情况来看, CR3集中度都在60%以上, CR1企业也能占据25%以上的市场份额, 和长三角、湖北等核心区域集中度差不多。

图50: 天山水泥熟料产能分布



数据来源: 中国水泥网, 广发证券发展研究中心

图51: 宁夏建材熟料产能分布



数据来源: 中国水泥网, 广发证券发展研究中心

图52: 祁连山熟料产能分布



数据来源: 中国水泥网, 广发证券发展研究中心

表5：西北各省产能集中度情况处于全国前列（截止2019年）

地区	前三企业	CR3	CR1
京津冀	金隅&冀东、曲寨、新峰	62%	50%
甘肃	祁连山、海螺、宁夏	62%	41.18%
山东	中联、山水、泉兴中联	63%	32.42%
湖北	华新、葛洲坝、亚洲水泥	67%	36.64%
宁夏	宁夏建材、宁夏瀛海、上峰水泥	60%	33.11%
贵州	西南、海螺、台泥	52%	24.96%
新疆	天山、青松建化、新疆天业	57%	32.63%
长三角	中国建材、海螺、红狮	76%	33.65%
湖南	南方、海螺、华新	64%	28%
青海	金圆、盐湖、祁连山	66%	25.93%
陕西	尧柏、冀东、海螺	63%	25.50%
两广	华润、海螺、台泥	53%	24.04%
江西	南方、万年青、海螺	57%	23.45%
河南	中联、天瑞、湖波水泥	59%	29.90%
东北地区	北方、天瑞、山水	43%	23.60%
云南	西南、云南、华新	43%	18.99%
重庆	西南、东方希望、海螺	46%	18.57%
福建	华润、福建水泥、红狮	37%	13.20%
山西	山水、冀东、华润	32%	13.26%

数据来源：水泥地理，广发证券发展研究中心

2、中国建材在推动区域内竞合优化和行业自律经验丰富，有望拓展到西北

祁连山和宁夏建材在甘肃地区形成经营区域重叠，存在内部竞争一直持续多年。2016年8月“两材”实施重组，中材集团旗下祁连山、宁夏建材、天山股份进入到中国建材集团旗下，在中建材内部统一管理下情况开始向好。

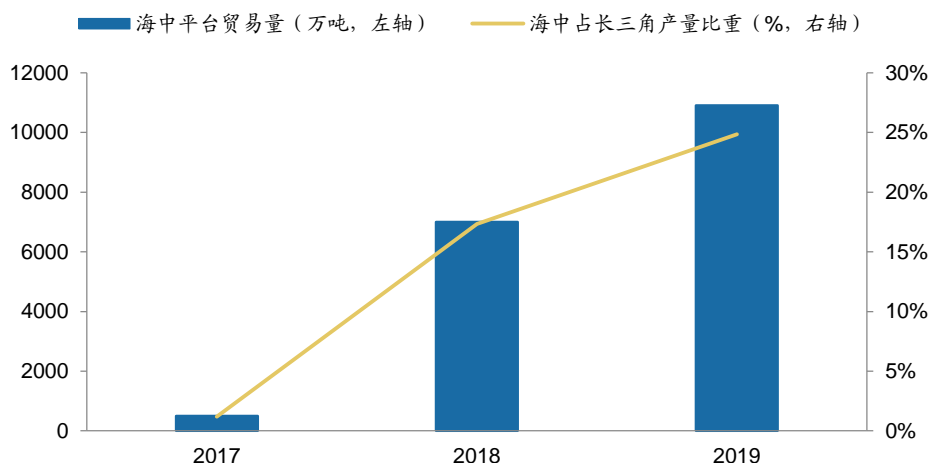
中建材统领大局推动水泥业务整合，淘汰落后产能和过剩产能，有序推动竞合优化、自律限产、错峰生产等方面经验丰富，尤其是南方水泥、中联水泥已取得较好成功，也积累了丰富经验。

以南方水泥为例，一方面南方水泥通过快速并购在长三角市场做大份额。另一方面南方水泥在长三角市场多年以来持续推动行业自律和竞合优化，开创了水泥行业经营新模式；并与区域竞争对手合作共赢，主导长三角格局，2018年3月，南方水泥与海螺水泥合作成立安徽江北海中建材贸易有限公司，双方充分发挥自身布局优势在长三角地区进行水泥销售深度合作（南方水泥在浙江省占率超50%，海螺水泥在安徽省占率超50%），进一步加强对长三角地区控制力，2019年，海中贸易平台的贸易量已达1.09亿吨，占整个长三角地区水泥产量的24.8%，较上年提升了7.5pct。

祁连山、宁夏建材、天山股份均已是甘肃、宁夏、新疆地区绝对龙头和主导企

业，而这三个市场CR3也都很高，随着中建材水泥资产的内部整合推进，旗下成功经验也可被集团内其它区域借鉴；可预见的是祁连山、宁夏建材、天山股份分别在甘青、宁夏、新疆地区话语权会进一步加大，西北地区竞合关系也会更加有序。

图53：2017-2019年海中平台量及占长三角产量的比重



数据来源：海螺水泥财报，广发证券发展研究中心

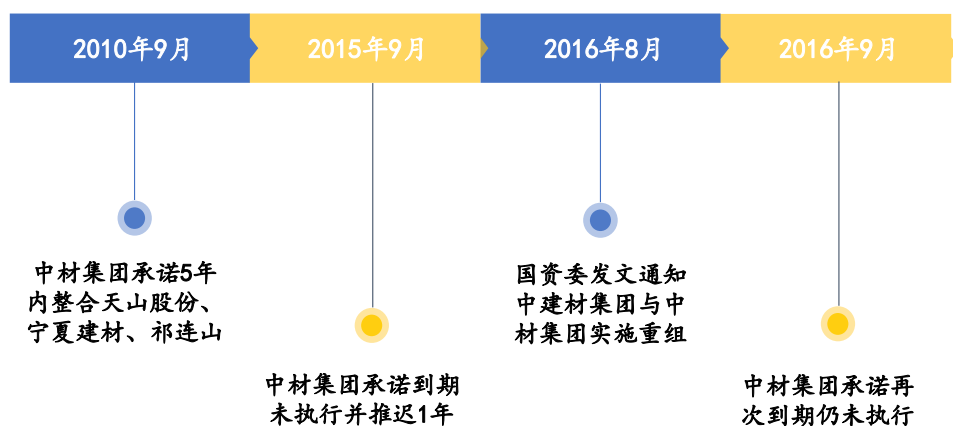
（四）中材对西北“三杰”整合承诺两度推迟，中建材接力立足长远

原中材集团从2003年开始布局西北水泥市场，通过并购成为西北地区最大水泥制造商，逐步拥有祁连山、宁夏建材和天山股份的控制权。2005年中材股份前身受让天山水泥股权布局新疆市场；2007年中材集团受让宁夏建材前身的控股股东股权布局宁夏市场；2010年中材股份并购祁连山赢得甘肃青海市场。然而，中材集团生产经营更多的是靠旗下企业自主完成，并没有充分发挥统筹协调旗下公司水泥业务的作用，同时也没有解决同业竞争关系。

2010年开始，根据境内监管规则要求，为消除公司水泥业务潜在的同业竞争，促进上市公司健康发展，中材集团对祁连山、宁夏建材和天山股份的整合预期逐步浮现。2010年9月，中材集团发布公告承诺用5年时间逐步实现对水泥业务的梳理，并解决水泥业务的同业竞争问题，将天山股份、宁夏建材、祁连山整合方案正式纳入中材集团国企改革工作组讨论内容。

整合承诺两度推迟，三家合并计划移交中国建材处理。然而截至2015年9月，中材集团发布公告表示整合计划延期1年，即于2016年9月7日前履行前述解决同业竞争的承诺。2016年9月，随着国资委对“两材”合并的推进，上述整合计划仍未得到实现。在此期间，2016年8月22日，国务院国资委通知中建材集团与中材集团实施重组，中建材集团将全盘吸收中材集团并整体更名为中国建材集团有限公司。由此，中材公司之前做出的关于解决同业竞争的承诺，将待重组完成后由中国建材集团适时解决。

图54: 天山股份、祁连山和宁夏建材在中材水泥旗下整合计划推迟两次



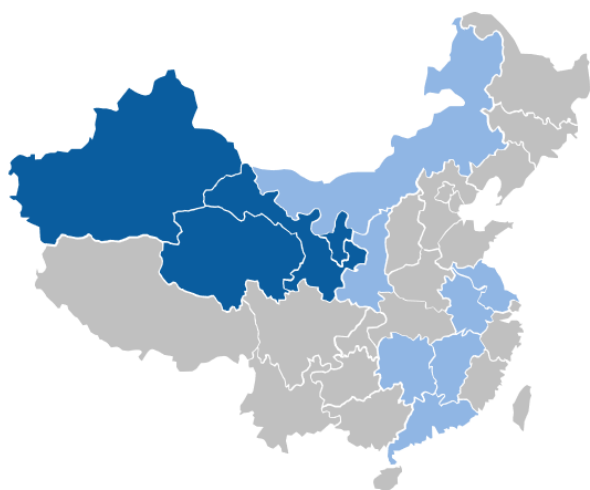
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

中材集团承诺整合未能如期进行, 原因在于: 第一, 多方协调难度大。由于三家A股上市公司处于新疆、宁夏、甘肃不同地域, 曾对当地政府作出保持上市公司的独立地位等承诺, 因此整合涉及与多地政府的沟通, 客观上协调难度比较大。

第二, 企业整合意愿不迫切。除了宁夏与甘肃交界处会有市场重叠外, 三家公司基本上各自区域独立运营, 因此整合对各自所处的市场运营区域变化较小。若非证监会要求, 三家公司并没有主动解决同业竞争的需求。此外, 天山股份、宁夏建材及祁连山三家上市公司都是中材集团或中材股份通过股权划转、增资等方式取得的一定控制权, 三者主要依赖自身经营发展壮大, 因此对整合并不太迫切与积极。

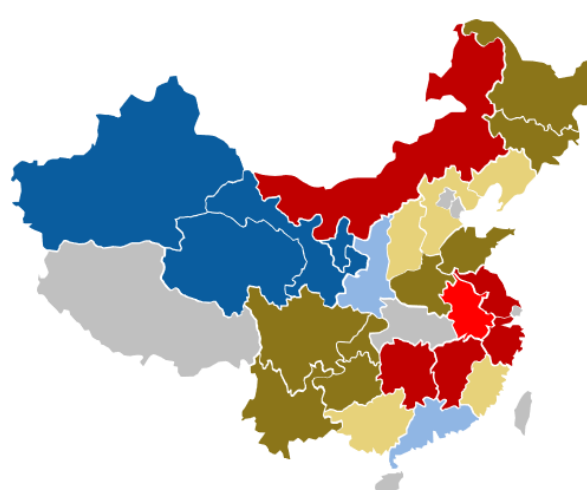
第三是政策影响, 在新一轮国企改革推动背景下, 中材集团作为大型央企实施水泥业务整合需全盘统筹, 因此在国资委推出“两材合并”后, 被延后考虑。

图55: 原中材集团熟料产能布局



数据来源: 中国水泥网, 广发证券发展研究中心

图56: 两材合并后熟料产能布局



数据来源: 中国水泥网, 广发证券发展研究中心

注: 蓝色代表原中材集团业务范围, 黄色代表原中建材集团业务范围, 红色代表两者重合范围, 深浅代表市占率大小

“两材合并”后，中建材集团正式接力整合任务，目标更为长远。中建材集团不仅仅局限于祁连山、宁夏建材和天山股份三家公司与西北地区，而是在全国范围内充分带动旗下8家水泥公司进行联合重组，尽最大可能解决同业竞争问题。其顺应行业整合趋势，利用央企背景和混合所有制优势，协调各方企业政府关系，走出了一条“资本运营、联合重组、管理整合、集成创新”的发展道路，顺利解决了中材集团之前在重组过程中遇到的困难。

此外，与原先中材集团不同，通过独特的股权结构保证了在战略决策、固定资产与股权投资等层面的绝对控股，又调动了子公司在精细化管理、技术改造等环节的积极性，充分发挥作为集团母公司的总揽大局、协调各方的作用。在中国建材持续推进联合重组过程下，西北地区将持续受益，随着淘汰落后产能和过剩产能、自律限产和错峰生产等措施的进一步实施，未来西北地区水泥行业生态将更为有序、健康。

三、 甘肃需求再起，需求锦上添花助力 2020 年西北水泥价格弹性再现

甘青宁区域价格洼地，淡季不淡，甘肃需求再起：根据上文图40，2019宁夏、甘肃、青海仍是全国水泥价格洼地；2020年开始，洼地价格开始上涨。2020年3月20日，宁夏银川、吴忠和石嘴山地区水泥价格上调20元/吨，现不同企业P.O42.5散出厂报价260-320元/吨不等，打响全行业今年涨价第一枪。3月第4周，青海西宁地区水泥企业公布价格大幅上调65元/吨；4月第1周，青海西宁和海东地区价格上调逐步落实到位，海南藏区4月8日将跟进上调60元/吨；4月第2周，4月12日甘肃天水上调15元/吨，4月14日甘肃平凉上调10-15元/吨，4月16日甘肃兰州上调20-30元/吨、青海西宁地区水泥企业公布第二轮上调，幅度20元/吨；4月第3周，4月20日甘肃陇南和定西第一轮跟进上调20-30元/吨；4月第4周，甘肃平凉、天水地区开启第二轮价格上调，其中平凉袋装价格普涨20元/吨，天水第二轮散装价格上调50元/吨，袋装上调40元/吨；4月最后一周，平凉地区水泥企业公布第三轮价格上调，散装上调15元/吨，兰州、白银地区部分企业发布第二轮水泥价格上调，幅度30元/吨。另据了解，兰州地区的部分民营企业因供应紧张，将于5月10日开始第三轮价格上调。

表6：甘青宁及全国水泥价格、库存与出货率表现（价格单位：元/吨 库存单位：% 出货率单位：%）

主要指标	甘肃	青海	宁夏	全国
最新价格	445	500	350	433
上周价格	415	500	350	430
去年同期价格	370	380	320	438
2019-2020 年高点价格	445	500	350	471
	(2020.4.17)	(2020.4.17)	(2020.3.20)	(2019.12.20)
最新库存	37.50	35.00	50.00	56.88
上周库存	37.50	35.00	50.00	58.69
去年同期	57.50	55.00	50.00	56.44
最新出货率	100.00	100.00	50.00	91.42
上周出货率	100.00	100.00	50.00	89.04
去年同期出货率	92.50	60.00	55.00	84.97

数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

注：最新价格、最新库存、最新出货率指 2020 年 4 月 30 日数据；去年同期指 2019 年 4 月 26 日；上周指 2020 年 4 月 24 日。

全球疫情蔓延下，基建逆周期调控有望再次发力，而西北众省份作为欠发达地区，无论是从基建补短板还是脱贫角度，其需求具备政策空间。

甘肃：根据甘肃省发改委，2020年甘肃省发改委及相关部门制定了“1+3+6”重大项目谋划方案，并加快推进落实：

- “1”即一个重大项目谋划储备总体方案，提出了全省重大项目谋划储备思路、

重点、建设时序和工作要求。

- “3”即2020年全省重点投资项目清单、省列重大建设项目清单、全省重大前期项目清单“三个清单”，清单对重大项目按月提出了投资计划安排，对计划新开工项目提出了开工时间计划。其中，2020年甘肃省共确定省列重大建设项目158个，计划总投资9958亿元，年度计划投资1779亿元。与2019年相比，项目总数增加7个，项目总投资和年度计划投资分别提高31%和33%。
- “6”即“十四五”发展、黄河流域生态保护和高质量发展、兰州—西宁城市群发展、榆中生态创新城市建设、十大生态产业发展、能源产业发展六个专项方案。

青海：2018年底，青海省人民政府办公厅印发《关于印发全省“百项万亿”重大工程项目责任分工的通知》，重大项目安排总计170项，估算总投资1.09万亿元，主要涉及绿色低碳循环产业体系、基础设施保障体系、国家生态安全屏障和优质生活服务保障体系四个重点领域。其中基础设施保障体系项目60个，估算投资4084亿元，占到总投资的37%，主要包括西成铁路、西昌铁路、格成铁路，格尔木至茫崖（青新界）公路、贵德至大武高速公路，西宁机场三期、青海湖机场、黄南机场、久治机场等项目。

2020年初，青海省政府办公厅发布《关于印发全省2020年一季度开复工项目责任计划的通知》，确定4月底前计划开复工重大项目80项，总投资2823.6亿元，一季度计划投资63.6亿元，上半年计划投资305亿元。

陕西：陕西省政府公开陕西省2020年省级重点项目计划。计划包含项目600个，项目总投资约3.4万亿。其中，续建项目312个，总投资约17011亿元；新开工项目188个，总投资约8679亿元；前期项目100个，总投资约8389亿元。

四、投资建议：继续看好以祁连山为代表的西北水泥股

我们通过复盘2006-2011年和分析2016-目前西北水泥两轮景气大周期基本面的演变：

2006-2011年是需求（基建需求）驱动的经典周期，供给滞后需求反应，起到了锦上添花的作用，而基本面到股价的传导逻辑——水泥价格底部/顶部拐点和西北水泥“三杰”ROE底部/顶部拐点同步对应，由于ROE持续走高（体现为业绩持续超预期）带来PB走高，从而股价出现了ROE、PB的戴维斯双击。

2016-目前的西北水泥，供需关系改善带来水泥价格持续上行，带来西北水泥“三杰”的业绩再次出现拐点，基本面的回升同样带来ROE、PB的“戴维斯双击”，从而带来股价的上涨，这些基本逻辑没有发生变化；但是具体的演绎方式发生改变，一是2016-2019年西北的需求并不好，驱动水泥价格的主导因素是供给，从2016年下半年以来，西北的供给正在持续发生大改善，这也会使得本轮周期基本面持续性更强；二是到目前为止，股价上涨更多是ROE驱动，PB上升不明显，这使得股价也更有持续性。

虽然供给上持续在改善，2019年宁夏、甘肃、青海仍属于水泥价格的洼地；而

今年以来这三个地区水泥价格开始显现出淡季不淡特征，微观层面显现甘肃需求超预期，宏观上逆周期调控和扶贫有利于西北区域需求，供需双向改善使得西北既具可持续性又具弹性，我们继续看好甘青龙头祁连山，重点关注宁夏建材、天山股份。

五、 风险提示

宏观经济继续下行风险，货币房地产等宏观政策大幅波动风险，行业新投产产能超预期风险，原材料成本上涨过快风险，能源结构转变过快风险，公司管理经营风险。

广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富非金属材料建材行业第二名。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。