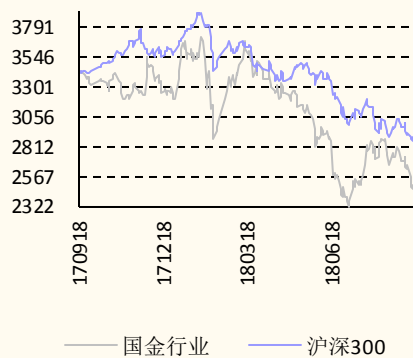


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金水泥指数	2495.88
沪深300指数	3242.09
上证指数	2681.64
深证成指	8113.88
中小板综指	8290.24



## 环保宽松对供给影响有限，开工加速支撑价格

## 行业点评

- **限价担忧+环保放松，水泥股大幅回调。**本周建筑材料板块-5.02%，上证综指-0.76%，创业板指数-4.12%，沪深300指数-1.08%。分子板块来看，水泥制造（-6.39%）跌幅最大。水泥股本周大幅回调主要系：1）上周建材联合会收到发改委的通知将到协会对砂石、水泥、混凝土等建材价格形势进行调研，叠加此前陕西、广东等多省市发布加强建筑材料价格风险管控的通知，市场担心将对于全国水泥限价。2）场传闻“2+26”区域环保排放要求降低、限产比例取消，叠加河北省大气办印发《河北省严格禁止生态环境保护领域“一刀切”的指导意见》指出严禁错峰生产“一刀切”。
- **水泥并未出现暴涨且建安费用占比仍低，限价可能性极低。**1）本次发改委调研已结束，主要是针对砂石骨料价格的大幅上涨的问题。2）回顾历史，水泥从未出现过全国的限价，局部地区短期内出现过限价，但是前提是水泥暴涨或需求过旺，4月以来水泥价格维持在420元附近并无大幅波动。（2016年10月末河南水泥价格暴涨50%，河南省政府下文推迟错峰；2017年12月贵州扶贫项目开工率高企导致价格暴涨30%，贵州政府限价。）3）考虑平均住宅用水泥0.1-0.2吨/平米，水泥约占建安费用的3%，占比仍低。
- **我们认为即使“2+26”区域环保宽松对错峰生产影响有限，其中华北地区影响最大（同时停工减少有助于需求回暖）。**1）2016年10月工信部、环保部发布《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，要求北方15省在2016年-2020年做好错峰生产，错峰生产的政策到2020年前皆适用。2）水泥行业的错峰是行业自发地在淡季主动错峰以期提高盈利能力，政策属性较弱。3）分区域来看，三北地区中东北、西北入冬较早不适合施工，需求较弱的情况下，企业淡季错峰自发属性更强。华北区域恐受环保政策影响更大，同时，我们需要意识到环保政策不仅影响供给端，同样影响需求端，按统计局公布各地产量累计同比增速测算，2018年Q1华北地区水泥产量大幅下滑（同比-45%），主要系环保趋严导致建筑企业大量停工所致。
- **地产施工面积增速回升对水泥需求形成支撑，开工加速+低库容比下价格仍有上行空间。**1）2018年1-8月水泥产量达13.8亿吨，同增0.5%，较去年同期提升1pct，年内首次转正。1-8月固定资产投资达41.5万亿元，同增5.3%，较去年同期下滑2.5pct，其中基建投资同增0.7%。新开工/施工面积同增15.9%/3.6%，地产增速回升对水泥需求形成支撑，2）展望下半年，①政府端：专项债加速发行+稳增长诉求，基建有望加速开工；②企业端：社融恢复，环比增加4800亿元，企业融资环境边际改善，叠加2016年/2017年建筑企业订单高增长（2016/2017年订单同增15%/20%），下半年有望加速开工。③目前全国库容比处于历史较低位置（55%），下半年水泥价格仍将维持高位，华东地区库容比仅47%，仍有上行空间。
- **继续推荐确定性最强、受环保政策影响最小的海螺水泥（DDM模型给予目标估值2584亿元，现价对应2018年股息率达6.4%）。**

## 风险提示：

- 宏观经济下行、错峰生产环保督查不及预期、产能置换超预期风险。

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号：S1130517050001  
(8621)60230241  
huangjunwei@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人  
liuyanxue@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、新闻点评 .....	4
二、一周行情回顾 .....	4
三、水泥行业一览 .....	6
1、需求端：2018年1-8月全国固定资产投资继续回落 .....	6
2、供给端：夏季错峰生产已基本结束，冬季采暖措施尚未发布 .....	9
3、短期供需跟踪指标—库容比：全国库容比（55%）仍处历史低位 .....	10
4、水泥价格：全国价格继续上扬，除西南地区外其他地区持平 .....	11
5、水泥毛利：全国煤炭价格基本企稳，水煤价差处高位震荡 .....	15
四、行业及公司要闻回顾 .....	17
1、需求 .....	17
2、环保 .....	17
3、公司 .....	18
五、风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：本周建筑材料板块下跌 5.02% .....	4
图表 2：建筑材料年初至今下跌 23.33% .....	4
图表 3：本周水泥制造下跌 6.39% .....	5
图表 4：水泥制造年初至今下跌 7.70% .....	5
图表 5：SW 水泥制造与沪深 300 收盘价对比 .....	5
图表 6：SW 水泥制造/沪深 300 估值比位于历史低位 .....	5
图表 7：本周水泥制造仅有冀东水泥一支个股上涨，周涨幅最大约+4.76% .....	5
图表 8：本周水泥制造下跌幅度前 5 名个股，天山股份周跌幅最大约-7.17% .....	5
图表 9：2018 年 1-8 月全国固定资产投资（不含农户）完成额 41.5 万亿，同比 +5.30% .....	6
图表 10：华北地区 1-7 月固投完成额 3.8 亿元（-10.92%） .....	6
图表 11：东北地区 1-7 月固投完成额 1.5 亿元（-0.47%） .....	6
图表 12：华东地区 1-7 月固投完成额 13 亿元（+8.12%） .....	7
图表 13：中南地区 1-7 月固投完成额 9 亿元（+10.13%） .....	7
图表 14：西南地区 1-7 月固投完成额 4.7 亿元（+11%） .....	7
图表 15：西北地区 1-7 月固投完成额 2.4 亿元（-8.60%） .....	7
图表 16：2018 年 1-8 月全国水泥累计产量 13.82 亿吨，同比+0.50% .....	8
图表 17：华北地区 1-7 月水泥产量 8.4 亿吨（-18.38%） .....	8
图表 18：东北地区 1-7 月水泥产量 0.34 亿吨（-30.12%） .....	8
图表 19：华东地区 1-7 月水泥产量 3.8 亿吨（-11.24%） .....	9
图表 20：中南地区 1-7 月水泥产量 3.5 亿吨（-8.02%） .....	9
图表 21：西南地区 1-7 月水泥产量 2.4 亿吨（-1.46%） .....	9

图表 22: 西北地区 1-7 月水泥产量 1.1 亿吨 (-19.21%) .....	9
图表 23: 2017Vs2018 水泥行业夏季错峰生产计划.....	9
图表 24: 2018 年 6 月至今停窑情况统计.....	10
图表 25: 本周全国库容比为 55%, 同比-12.7%.....	11
图表 26: 本周华东地区库容比最低 (47%), 东北地区库容比最高 (63%) .11	
图表 27: 本周全国 P.O.42.5 水泥均价 425 元/吨 (相较于上周+3 元/吨), 同比+22.48% .....	12
图表 28: 本周华北地区水泥均价 400 元/吨 (+6 元/吨) .....	12
图表 29: 本周东北地区水泥均价 370 元/吨 (保持稳定) .....	12
图表 30: 本周华东地区水泥均价 471 元/吨 (+1 元/吨) .....	14
图表 31: 本周中南地区水泥均价 453 元/吨 (保持稳定) .....	14
图表 32: 本周西南地区水泥均价 434 元/吨 (+13 元/吨) .....	15
图表 33: 本周西北地区水泥均价 379 元/吨 (保持稳定) .....	15
图表 34: 8 月全国水煤价差为 344 元/吨 (相较于上月-22 元/吨), 同比+26% .....	15
图表 35: 华北地区 8 月水煤价差 349 元/吨 (相较于上月-4 元/吨, 同比+20%) .....	16
图表 36: 东北地区 8 月水煤价差 349 元/吨 (相较于上月-74 元/吨, 同比+3%) .....	16
图表 37: 华东地区 8 月水煤价差 341 元/吨 (相较于上月-39 元/吨, 同比+34%) .....	16
图表 38: 中南地区 8 月水煤价差 348 元/吨 (相较于上月-2 元/吨, 同比+22%) .....	16
图表 39: 西南地区 8 月水煤价差 365 元/吨 (相较于上月持平, 同比+36%) 16	
图表 40: 西北地区 8 月水煤价差 350 元/吨 (相较于上月-4 元/吨, 同比+22%) .....	16
图表 41: 水泥制造公司要闻.....	18

## 一、新闻点评

- **事件 1:** 2018 年 1-8 月份, 全国累计水泥产量 13.8 亿吨, 同比增长 0.5%, 1-7 月份为下降 0.3%, 去年同期为下降 0.5%。8 月份, 全国单月水泥产量 2 亿吨, 环比增长 2.04%, 同比大幅增长 5%。(数字水泥网)

**点评: 水泥产量累计同比增量转正, 南方仍为主要需求地。** 1) 8 月份受天气影响, 全国水泥需求回升, 全国累计水泥产量同比增速自今年 3 月份以来首次由负转正。南方地区仍为主要水泥需求地, 北方除少数地区外需求量仍呈下降趋势。2) 2018 年 1-8 月份, 全国固定资产投资增速持续回落, 其中道路运输业投资增长 9.3% (-1.2pct), 增速有所回落, 铁路运输业投资下降 10.6%, 降幅仍在 10 个百分点以上。3) 地产方面, 2018 年 1-8 月全国月度累计房地产开发投资仍处高位, 新开工面积大幅提升, 土地购置面积增速继续提高, 房地产市场表现较好。

## 二、一周行情回顾

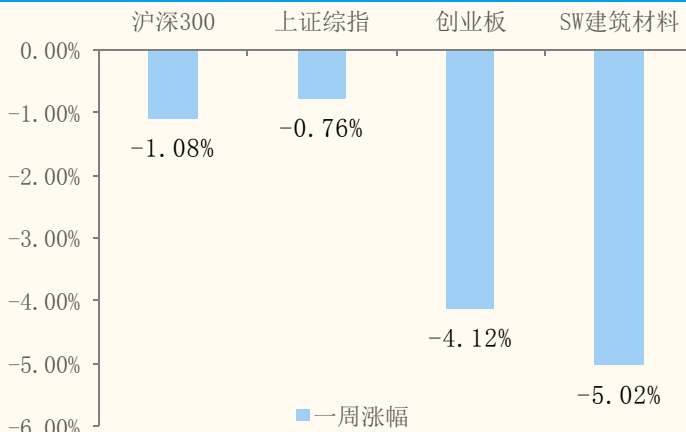
本周行情: 建筑材料板块-5.02%, 上证综指-0.76%, 创业板指数-4.12%, 沪深 300 指数-1.08%。

分子板块来看, 水泥制造 (-6.39%) 跌幅最大, 玻璃、管材、耐火及其他建材涨幅分别为-2.43%、-5.09%、-3.59%、-3.35%。

个股方面, 在水泥制造公司中, 仅冀东水泥溢价上涨, 塔牌水泥、华新水泥、海螺水泥位列跌幅榜前三位。

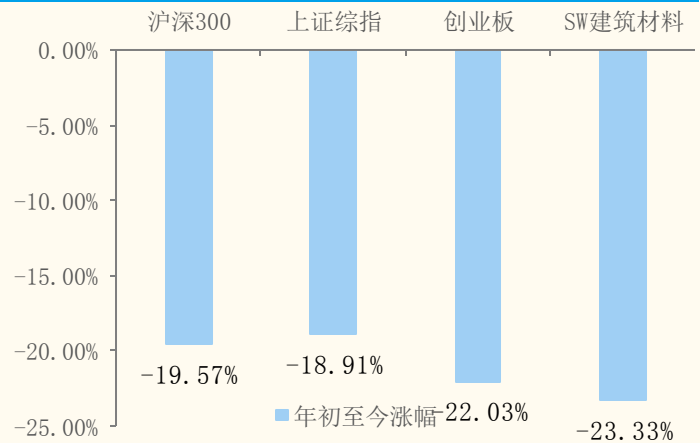
与沪深 300 指数相比, 本周水泥板块收盘价 (5642 点) 虽呈下降趋势, 但价差 (2400 点) 仍处高位; 从估值看, SW 水泥制造/沪深 300 估值比 (0.87) 位于历史低位 (正负一倍标准差: (1.16, 2.32))。

图表 1: 本周建筑材料板块下跌 5.02%



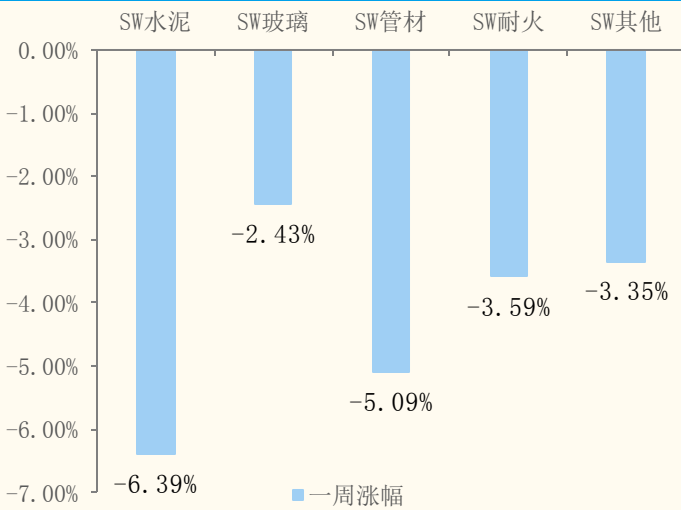
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 建筑材料年初至今下跌 23.33%



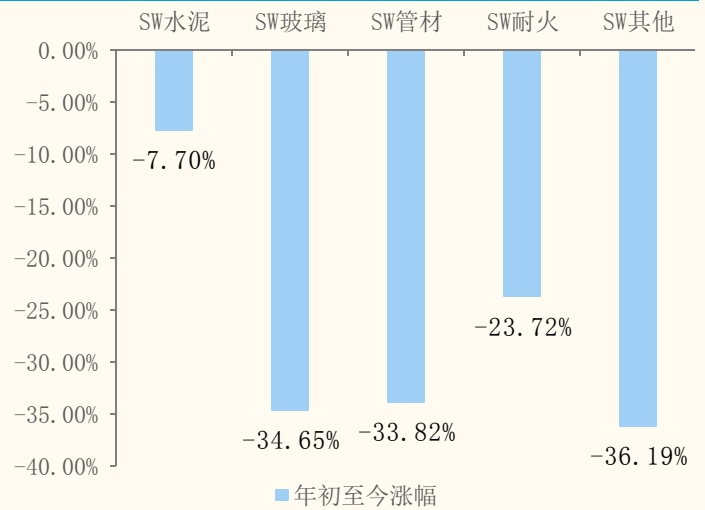
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 本周水泥制造下跌 6.39%



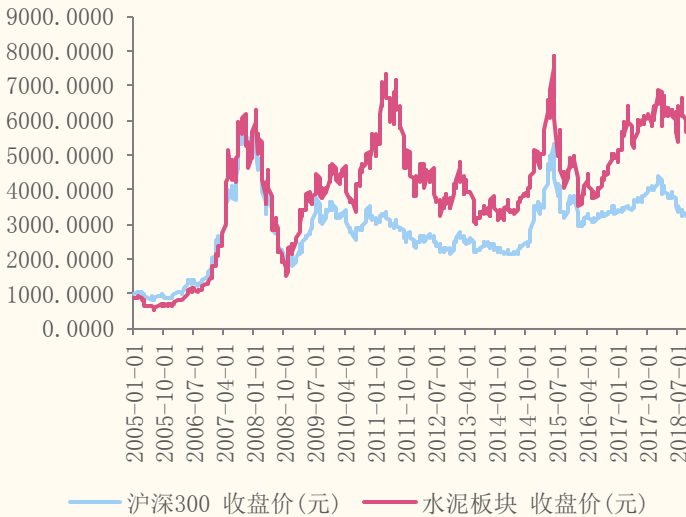
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 水泥制造年初至今下跌 7.70%



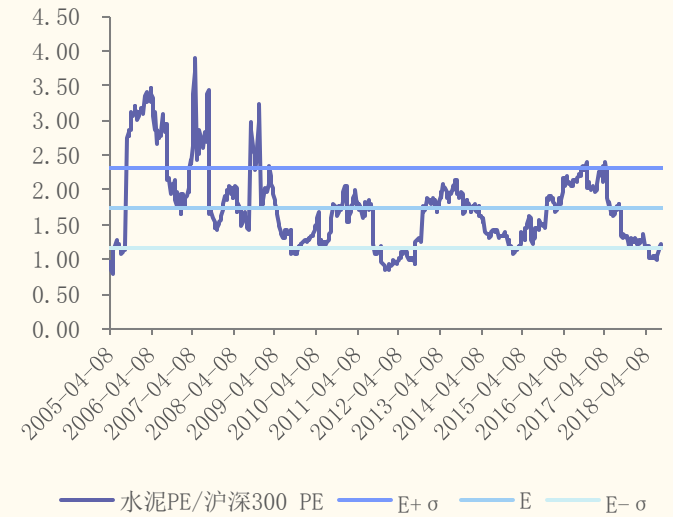
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: SW 水泥制造与沪深 300 收盘价对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: SW 水泥制造/沪深 300 估值比位于历史低位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 本周水泥制造仅有冀东水泥一支个股上涨, 周涨幅最大约+4.76%

周涨幅 top10

证券代码	证券简称	股价 (元)	周涨幅%	相对于沪深 300 区间涨跌幅%	年初至今涨幅%
000401.SZ	冀东水泥	10.34	4.76	5.85	-25.02

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 本周水泥制造下跌幅度前 5 名个股, 天山股份周跌幅最大约-7.17%

周跌幅 top10

证券代码	证券简称	股价 (元)	周涨幅%	相对于沪深 300 区间涨跌幅%	年初至今涨幅%
002233.SZ	塔牌集团	10.83	-10.96	-9.88	-3.12
600801.SH	华新水泥	17.60	-10.30	-9.21	26.95
600585.SH	海螺水泥	32.95	-8.52	-7.44	16.25
600720.SH	祁连山	7.09	-8.28	-7.19	-29.16
000877.SZ	天山股份	7.46	-8.13	-7.04	-27.61

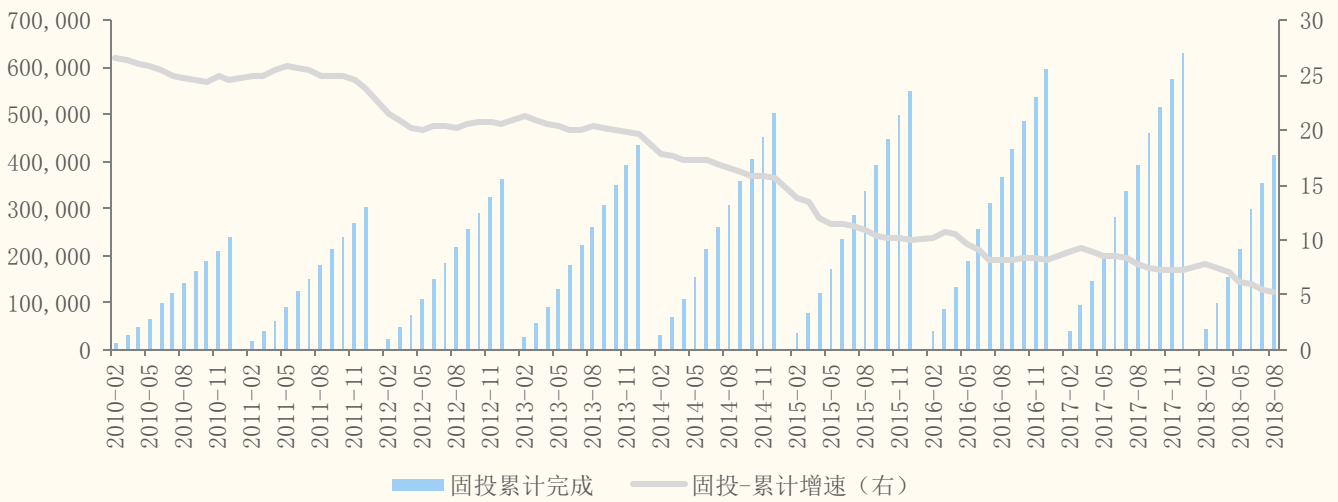
来源: Wind, 国金证券研究所

### 三、水泥行业一览

#### 1、需求端：2018年1-8月全国固定资产投资继续回落

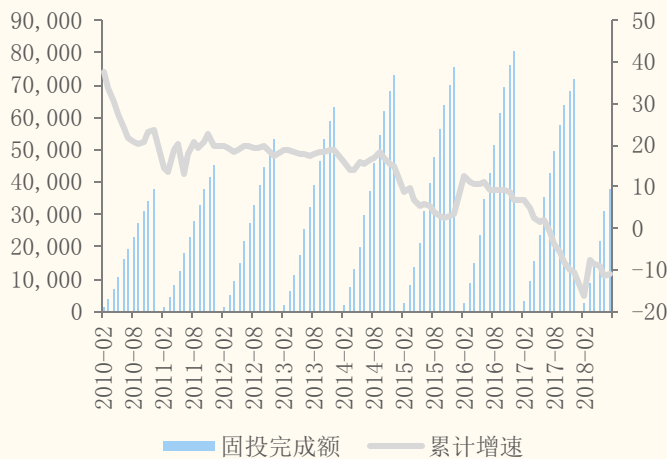
- **全国固定资产投资继续回落。**2018年1-8月全国固定资产投资（不含农户）完成额为41.5万亿元，同比+5.30%。各地区8月份投资额尚未公布。
- **7月数据一览：华东、中南增速平稳，西南地区边际改善。**2018年1-7月份华北地区3.8亿元（-10.92%）、东北地区1.5亿元（-0.47%）、华东地区13.2亿元（+8.12%）、中南地区9.3亿元（+10.13%）、西南地区4.7亿元（+10.79%）、西北地区2.4亿元（-8.60%）。（区域数据根据统计局公布各地累计同比增速测算所得）

图表 9：2018年1-8月全国固定资产投资（不含农户）完成额41.5万亿，同比+5.30%



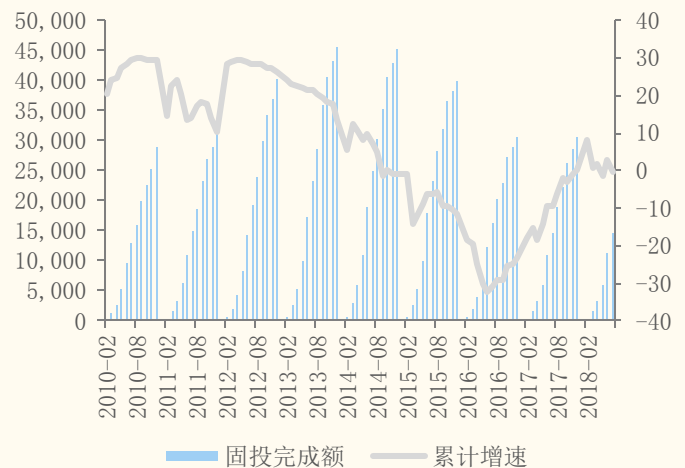
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：华北地区 1-7 月固投完成额 3.8 亿元（-10.92%）



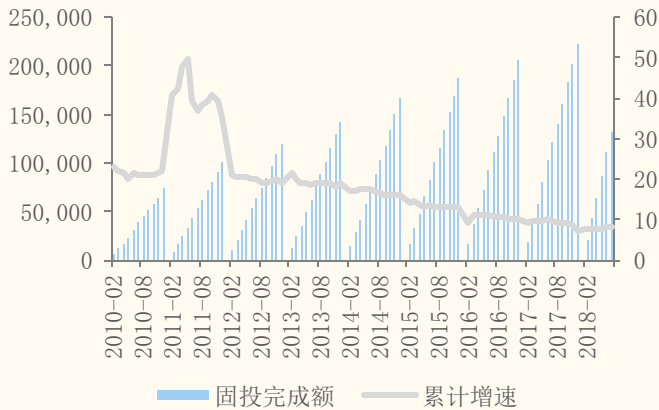
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：东北地区 1-7 月固投完成额 1.5 亿元（-0.47%）



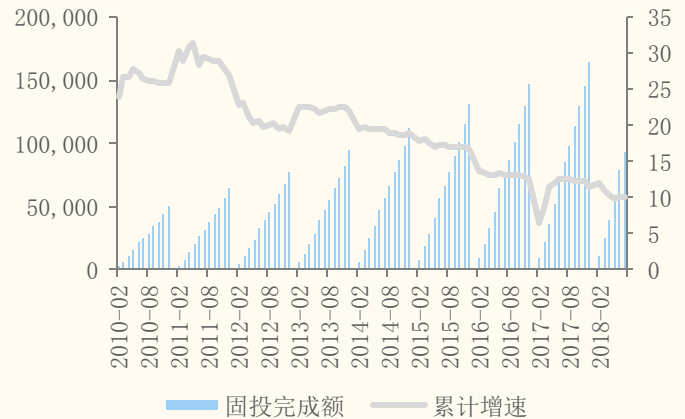
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：华东地区 1-7 月固投完成额 13 亿元 (+8.12%)



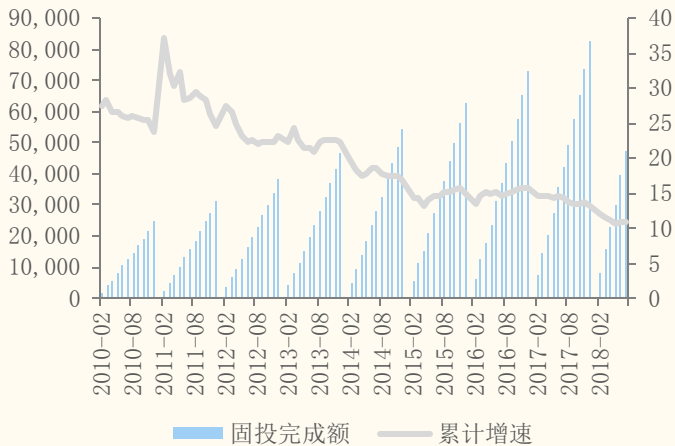
来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：中南地区 1-7 月固投完成额 9 亿元 (+10.13%)



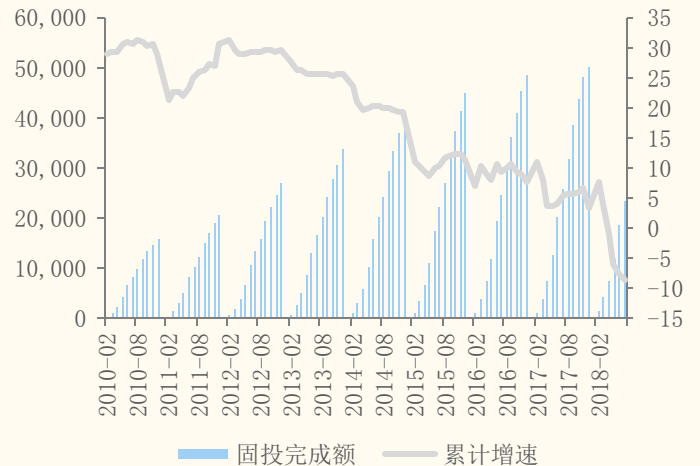
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：西南地区 1-7 月固投完成额 4.7 亿元 (+11%)



来源：Wind，国金证券研究所

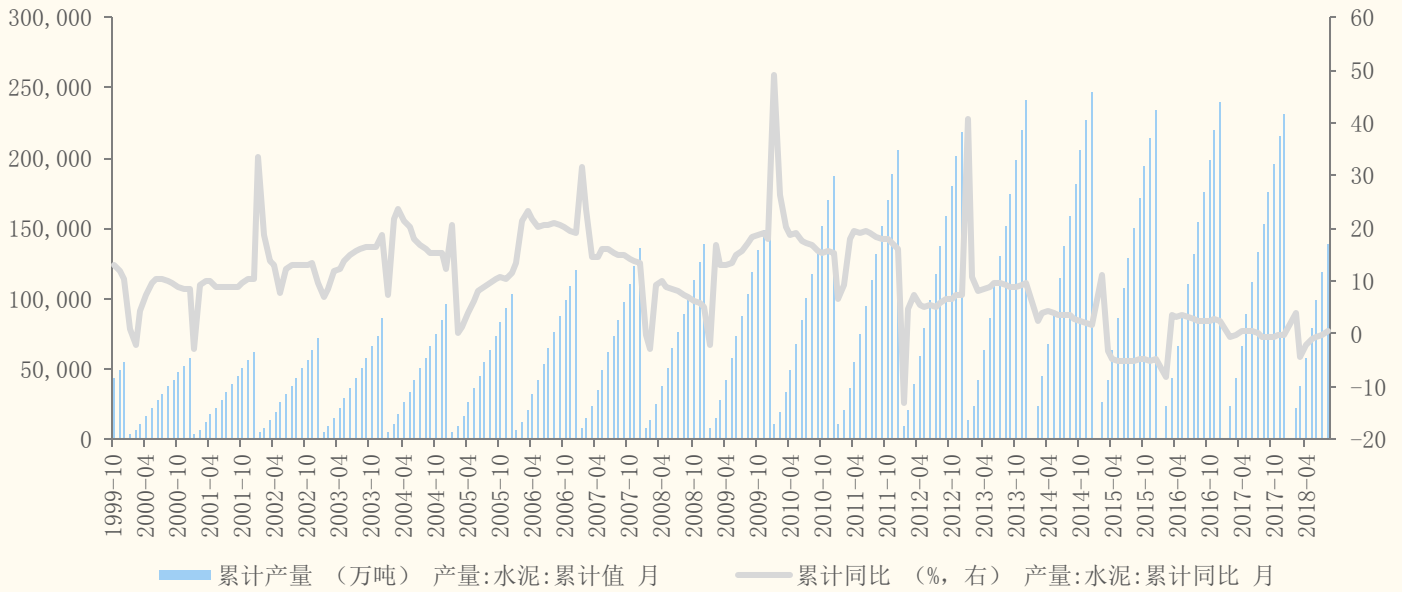
图表 15：西北地区 1-7 月固投完成额 2.4 亿元 (-8.60%)



来源：Wind，国金证券研究所

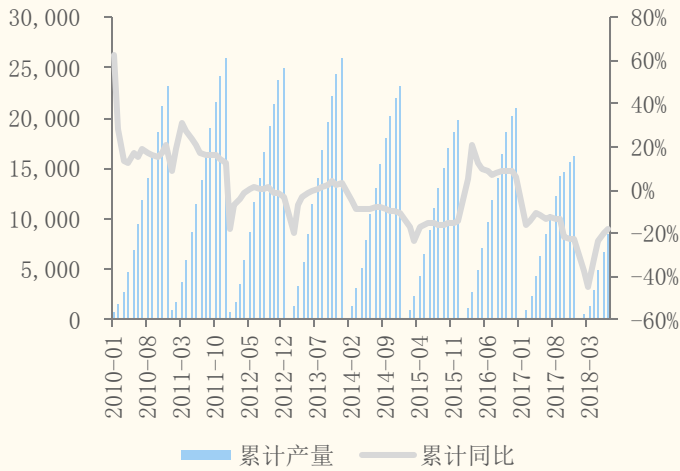
- **水泥产量：全国水泥产量增速回正。**2018 年 1-8 月全国水泥累计产量为 13.82 亿吨，同比+0.50%。各地区 8 月份水泥累计产量数据尚未公布。
- **7 月数据一览：**三北（华北、东北、西北）地区下滑较大，西南地区需求较好。

图表 16: 2018 年 1-8 月全国水泥累计产量 13.82 亿吨, 同比+0.50%



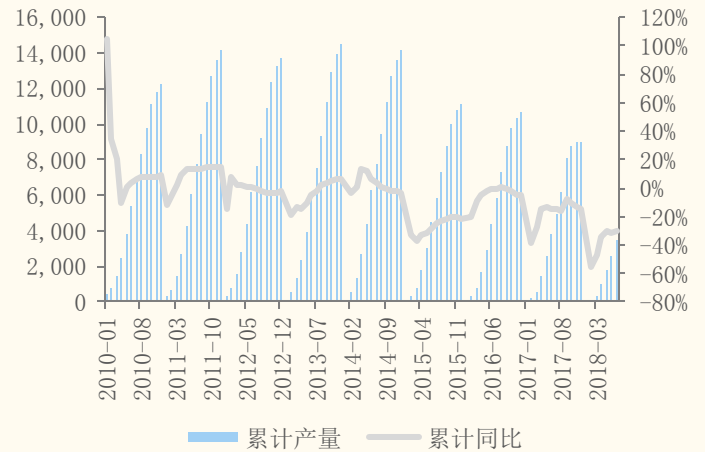
来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 华北地区 1-7 月水泥产量 8.4 亿吨 (-18.38%)



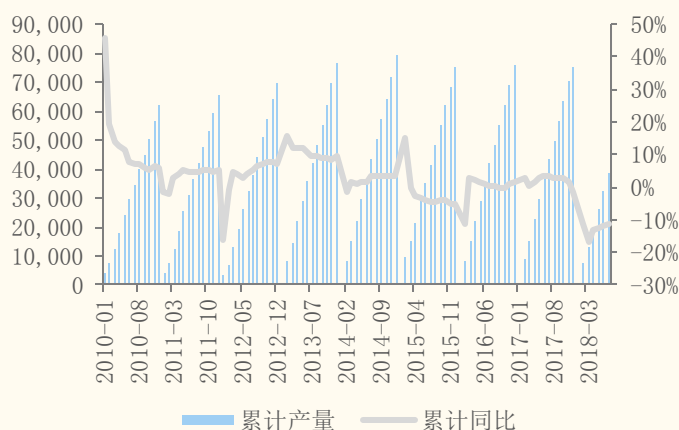
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 东北地区 1-7 月水泥产量 0.34 亿吨 (-30.12%)



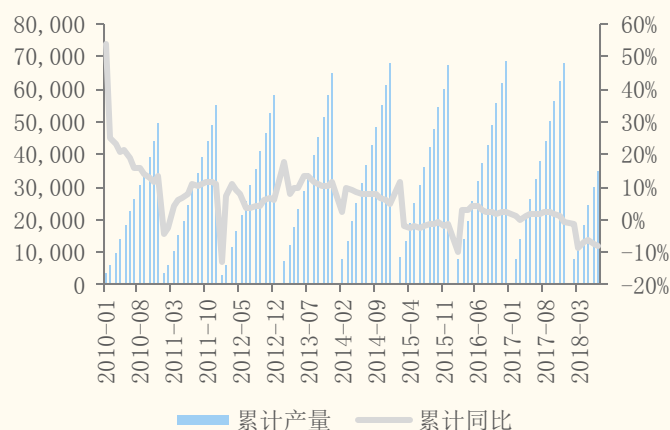
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 华东地区 1-7 月水泥产量 3.8 亿吨 (-11.24%)



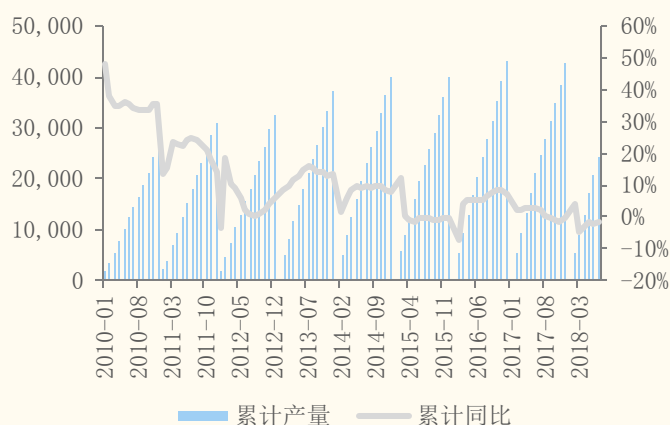
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 中南地区 1-7 月水泥产量 3.5 亿吨 (-8.02%)



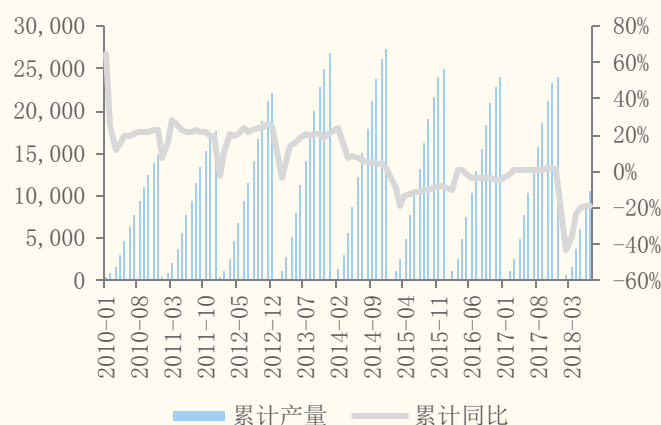
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 西南地区 1-7 月水泥产量 2.4 亿吨 (-1.46%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 西北地区 1-7 月水泥产量 1.1 亿吨 (-19.21%)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 2、供给端：夏季错峰生产已基本结束，冬季采暖措施尚未发布

图表 23: 2017Vs2018 水泥行业夏季错峰生产计划

地区	2018 年夏季错峰情况	2017 年夏季错峰情况
四川	6 月-8 月错峰停窑，错峰停窑时间不少于 30 天	酷暑时节 6 月 1 日-8 月 31 日不少于 30 天
内蒙古	从 5 月 16 日起执行夏秋季错峰停产，每隔一月停一次，时间为 30 天，旺季总体停窑时间为 80-100 天	7 月 1 日至 8 月 31 日进行错峰生产停窑安排，并要求停窑时间须达到 40 天以上
山西	7 月 15 日-8 月 23 日，各地区停产 20 天 太原 9 月起实施轮流限产	6 月 26 日至 7 月 5 日，停窑 10 天； 7 月 26 日至 8 月 4 日，停窑 10 天
河北	5 月 25 日-6 月 13 日企业熟料生产线停产 20 天，石家庄、唐山熟料线每月限产 30%，邢台、邯郸每月限产 20%	7 月 1 日-7 月 10 日、8 月 1 日-8 月 10 日
河南	熟料生产线停产于 25 日开始限产 20 天	6 月 11 日-6 月 30 日
安徽	三季度停窑 20 天	每条熟料线自主安排停窑检修 10 天
福建	7 月-9 月，每条熟料线停产 20 天	6 月 12 日至 7 月 11 日期间每条窑线停窑 10 天
湖北	8 月江汉平原地区停窑 10-20 天，二季度实际执行：各条熟料线自主安排停窑 8-15 天	三季度 8-9 月不少于 20 天
甘肃	6 月-8 月限产 30%，但并未落实	部分地区自发停窑 11 天
广西	6 月-8 月停窑 10 天	5-8 月，每条熟料生产线停窑 10 天
贵州	贵阳、安顺地区部分厂家第三季度停窑 30 天	三季度每条熟料线停窑 20-30 天
浙江	暂未公布停窑安排	梅雨、高温季节（6 月-8 月）统一限产 30 天
青海	6-8 月停窑每月 10 天左右	——

山东	8月17日-9月5日熟料生产线全面停产 20天	6月26日-7月15日
江苏	8月1日-9月30日停窑10天, 镇江6月20日-7月20日熟料线限产50%, 实际执行环保限产, 南京7月29日-8月7日熟料全部停产, 但并未执行	6月24日-7月30日停窑20天(包括春节期间45天停窑计划中未完成的10天)
湖南	受环保影响, 7月-8月停产15天	全年不少于100天(冬春、夏季或环境敏感时段)
江西	6月计划停窑20天, 夏季酷暑不少于10天, 实际并未执行集中停窑	6月1日-8月20日前全省平均每条窑线停10天
广东	6-8月停窑10天	6~8月份, 夏季错峰停窑10天
重庆	主城区和渝西地区6-8月停窑35天, 渝东南、渝东北地区6-8月停窑30天	7月1日-9月底45天
陕西	关中区域6月1日-8月31日停窑限产30%, 具体停产日期各企业自行安排	5月20日~7月20日, 实际停窑安排30天
河北	8月10日至8月20日企业熟料生产线停产10天	7月1日-7月10日、8月1日-8月10日
东北地区	计划7-9月每月停窑15天, 实际执行情况: 6月黑龙江、吉林基本未执行停窑, 7月东北三省基本未停窑	7月起, 每条生产线每月停窑15天

来源: 中国水泥协会, 各政府官网, 国金证券研究所

图表 24: 2018 年 6 月至今停窑情况统计

省份	城市	限停产要求	原因
江苏	南京	6月1日至9月30日错峰生产	臭氧管控
		7月29日-8月7日全市水泥企业停产	2018年世界羽毛球锦标赛
	5月23日-5月29日全满实施管控措施, 水泥行业停业	南京历史文化名城博览会	
	镇江	6月20日-7月20日熟料线限产50%	环保督查回头看
	常州	溧阳南方、溧阳东方、常州亚峰停产, 8月初执行	空气质量控制
安徽	芜湖	6月25日停产17条熟料生产线6天	污染物排放总量不达标
		9月5日至9月11日, 水泥窑限产50%	空气质量控制
	铜陵	6月12日铜陵海螺3条生产线停产	码头治理
江西	全省	6月计划停窑20天	环保督查回头看
四川	成都	6月-8月错峰生产不少于30天	防控臭氧污染
河北	全省	8月10日-8月20日停窑10天	贯彻落实河北省生态保护大会
	唐山	7月18日-7月21日水泥企业停产 9月8日起水泥企业再停产8天	空气质量控制
陕西	关中	6月1日-8月31日水泥行业实施限产	防治雾霾
山西	晋城	2018年11月15日-2019年3月15日施行错峰生产, 建材行业全部停产	错峰生产

来源: 数字水泥网, 国金证券研究所

### 3、短期供需跟踪指标—库容比: 全国库容比 (55%) 仍处历史低位

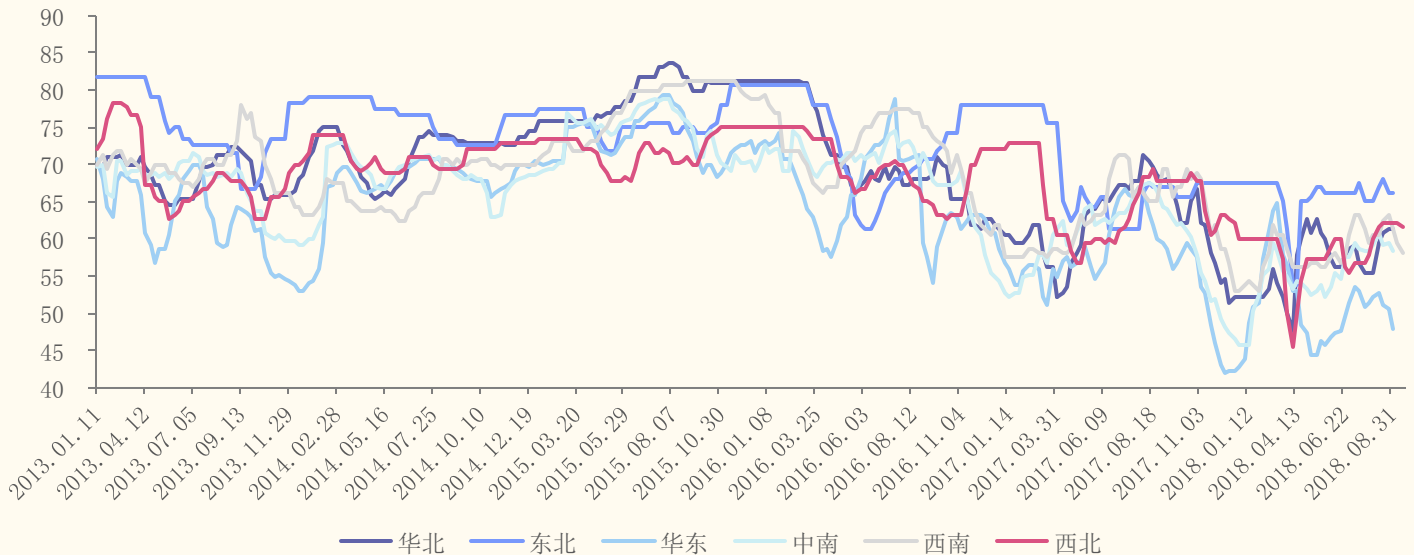
- 本周全国库容比为 55%, 处于历史较低水平。华东地区库容比最低为 47%, 相较于上周下降 2.1pct; 东北地区最高为 63%, 相较于上周下降 1.6pct。华北/中南/西南/西北库容比为 57%/54%/58%/62%, 相差不大。

图表 25：本周全国库容比为 55%，同比-12.7%



来源：数字水泥网，国金证券研究所

图表 26：本周华东地区库容比最低 (47%)，东北地区库容比最高 (63%)



来源：数字水泥网，国金证券研究所

#### 4、水泥价格：全国价格继续上扬，除西南地区外其他地区持平

- 本周全国水泥市场价格继续走高，环比涨幅为 0.9%，东北、中南、西北地区价格持平，华北地区上涨 6 元/吨、华东地区上涨 1 元/吨、西南地区上涨 13 元/吨。价格上涨地区主要有山西、山东、贵州，以及江苏北部、安徽北部、辽宁中部等地，幅度 10-50 元/吨不等；无回落区域。9 月中旬，国内水泥市场需求保持温和提升，企业发货量恢复到 8-9 成或产销平衡，水泥价格延续季节性上涨，预计后期水泥价格继续呈现稳中有升态势，考虑到目前价格处于中高位水平，在无强制供给收缩情况下，各地均会以小幅上涨为主。（数字水泥网）

图表 27: 本周全国 P.O.42.5 水泥均价 425 元/吨 (相较于上周+3 元/吨), 同比+22.48%



来源: wind, 国金证券研究所

■ 华北地区水泥均价 400 元/吨 (+6 元/吨)

1) 河北省: 河北唐山地区水泥价格平稳, 受环保影响, 水泥企业仍在停产, 熟料供应紧缺, 企业正在酝酿价格上行。石家庄地区水泥价格平稳, 下游需求相对稳定, 企业发货 7 成左右, 库存略有增加, 目前在中等水平。

2) 北京/天津: 天津地区水泥价格稳定, 部分工程正在赶工, 水泥需求表现较好, 本地企业发货能达 9 成或正常水平, 后期价格趋强运行。

3) 山西省: 受水泥企业停窑限产影响, 熟料供应减少, 企业库存得到消化, 前期晋南临汾和运城等地区价格已经上调, 太原企业跟随推涨价格。

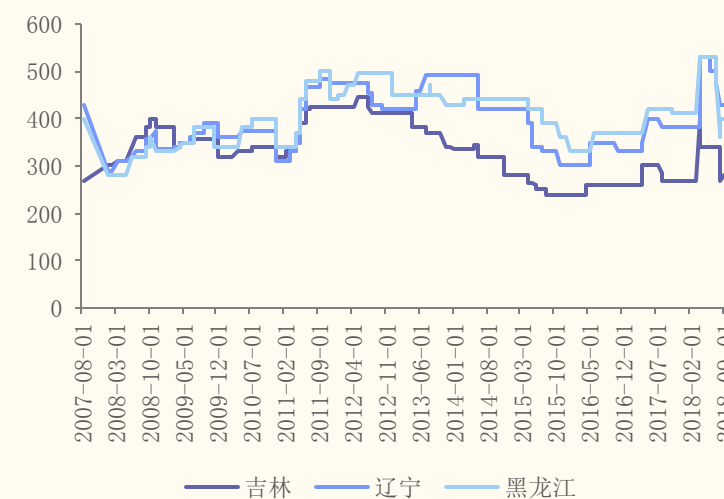
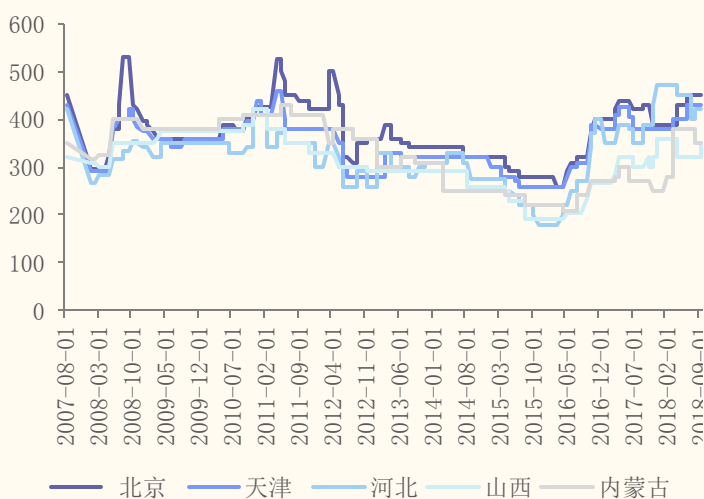
■ 本周东北地区水泥均价 370 元/吨 (持平)

1) 辽宁省: 沈阳和周边地区水泥价格保持平稳, 新工程开工极少, 水泥需求同比下滑 10% 左右, 企业发货仅在 3-4 成, 价格上涨乏力, 预计短期内将继续低位运行。

2) 黑龙江省: 哈尔滨地区水泥价格上调后趋稳, 下游需求相对稳定, 加之辽宁和内蒙外来水泥较少, 企业发货基本恢复 5-6 成水平, 后期市场仅剩一个多月, 预计主导企业会努力稳定价格。

图表 28: 本周华北地区水泥均价 400 元/吨 (+6 元/吨)

图表 29: 本周东北地区水泥均价 370 元/吨 (保持稳定)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

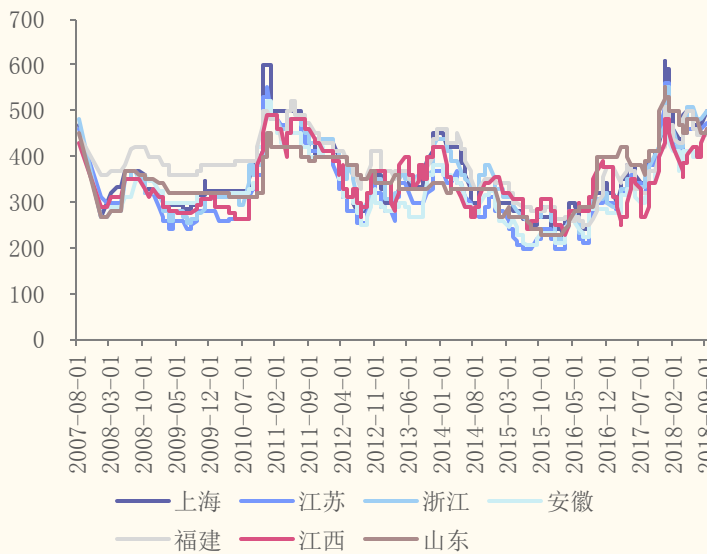
■ **本周华东地区水泥均价 471 元/吨 (+1 元/吨)**

- 1) **江苏省**：江苏南京江南水泥价格上调已经落实，江北水泥企业高标号价格跟随上调，下游需求相对稳定，企业发货在 8 成以上，库存在 4-6 成不等。苏锡常地区水泥价格上调执行情况较好，下游需求稳定，企业发货 8-9 成，库存仍多在中等水平。苏北受前期山东停窑限产影响，熟料供应偏紧，企业库存普遍偏低，在外围山东价格已经推涨情况下，苏北价格跟随上行，下游需求无明显变化，企业发货能达 8 成。
- 2) **浙江省**：浙江杭绍地区水泥价格上调后保持平稳，下游需求表现仍旧较好，熟料库存持续偏低，磨机正常生产，水泥库存略有上升。宁温台地区因外来低价水泥仍有进入，水泥价格暂稳为主。金衢丽地区受雨水天气影响，价格上调未能成行，预计后期需求恢复，价格将继续趋强运行。
- 4) **安徽省**：水泥价格上调，企业库存一直在偏低水平，熟料供应偏紧，下游需求比较稳定。
- 5) **江西省**：除个别企业外，大部分企业价格上调已经落实到位，下游需求较好，企业发货能达正常水平，库存低位。
- 6) **福建省**：福建地区水泥价格稳定，短期因下游需求恢复仅在 8 成左右，加之又发布台风预警，企业暂时推迟上调计划。
- 7) **山东省**：进入 9 月份，下游需求有所好转，企业发货环比增加 10%-15%，日发货达到 8 成以上。另外，由于前期水泥企业停窑限产 20 天，熟料供应比较紧张，企业库存普遍处于低位，价格上调相对顺利。据了解，9 月 16 日，企业有继续推涨价格预期，幅度 20-30 元/吨。

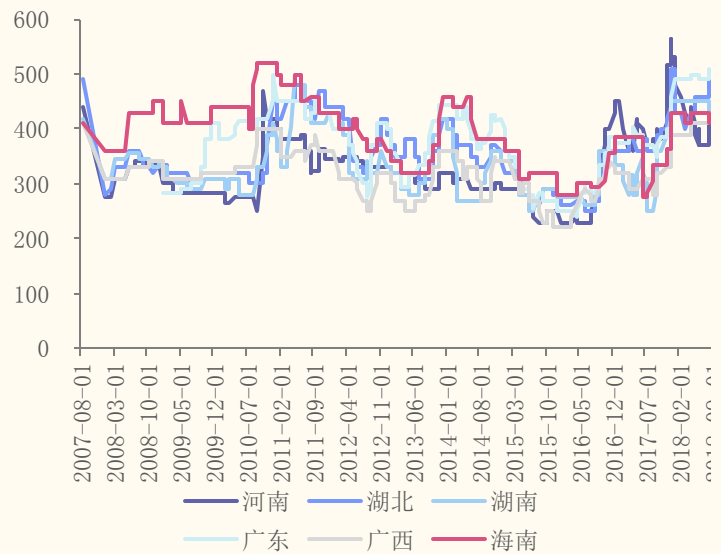
■ **本周中南地区水泥均价 453 元/吨 (持平)**

- 1) **广东省**：周初，广东地区天气晴好，下游需求恢复正常水平，珠三角企业发货基本能达产销平衡，周末受台风影响，雨水天气较多，尤其是粤西，水泥市场需求基本停滞。梅州、汕头粤东地区水泥价格上调计划推迟，主要因台风和降雨预警，后期可能会阶段性减弱，企业暂稳为主。
- 2) **广西省**：广西南宁和崇左地区水泥价格稳定，受东博会影响，工地停工，水泥需求大幅减少，企业库存上升明显。玉林和贵港地区水泥价格保持平稳，下游需求较好，企业发货能达 9 成，库存在正常水平。
- 3) **湖南省**：湖南长株潭地区水泥价格上调落实情况较好。常德和张家界地区水泥价格第二次公布上调，幅度 30-50 元/吨，因与第一轮上调时间较短，执行上或将延后，下游需求稍好，企业发货能达 8 成或以上，部分水泥企业正在停窑限产，库存在正常或偏低水平。
- 4) **湖北省**：水泥价格计划第二轮价格上调，企业库存持续低位，熟料供应仍旧偏紧，以及下游需求环比增加，企业发货多已恢复正常。
- 5) **河南省**：水泥价格累计落实上调 70 元/吨，P.O42.5 散到位价 460 元/吨，前期受环保检查影响停工的项目已全部恢复正常，目前处于赶工状态，下游需求明显恢复，企业发货能达 8 成或正常水平，熟料库存较低，支撑水泥价格连续上调。

图表 30: 本周华东地区水泥均价 471 元/吨 (+1 元/吨)



图表 31: 本周中南地区水泥均价 453 元/吨 (保持稳定)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

■ 本周西南地区水泥均价 434 元/吨 (+13 元/吨)

1) 四川省: 四川成都地区水泥价格上调已经落实, 天气放晴, 下游需求环比增加, 企业发货能达 7-8 成, 且前期外围水泥价格已经上调, 对成都价格上调起到带动作用。据了解, 水泥企业一直在停窑限产, 库存在中等或偏低水平, 企业销售无压力。

2) 重庆市: 水泥价格上调后, 阴雨天气较多, 但降雨量有限, 下游需求尚可, 企业发货可达 8 成, 库存在 40%-60%, 价低企业继续小幅跟涨。

3) 贵州省 (+50 元/吨): 贵州水泥价格大幅上调, 前期部分企业价格出现暗降, 为防价格全面回落, 各企业采取以涨促稳策略, 再加上进入 9 月中旬, 下游市场需求环比也有好转, 企业发货已达 8 成或以上, 价格成功上调。

4) 云南省: 云南曲靖地区水泥价格公布上调 30 元/吨, 雨水天气减少, 下游需求恢复较快, 企业发环比增加 10%-20%, 且前期外围昆明地区价格已经上调到位, 曲靖水泥企业信心回升, 跟随推涨价格。昆明地区水泥价格上调后稳定, 雨水天气频繁, 下游需求受到影响, 企业发货仍旧疲软, 多在 6-7 成。

■ 本周西北地区水泥均价 379 元/吨 (保持稳定)

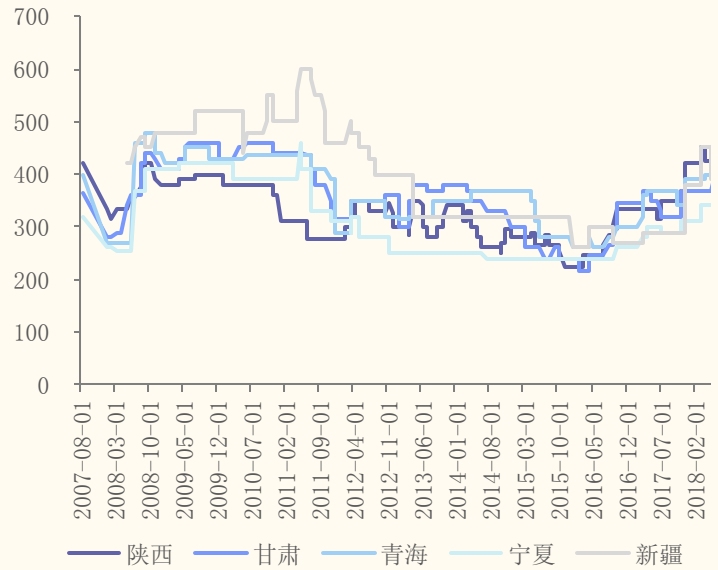
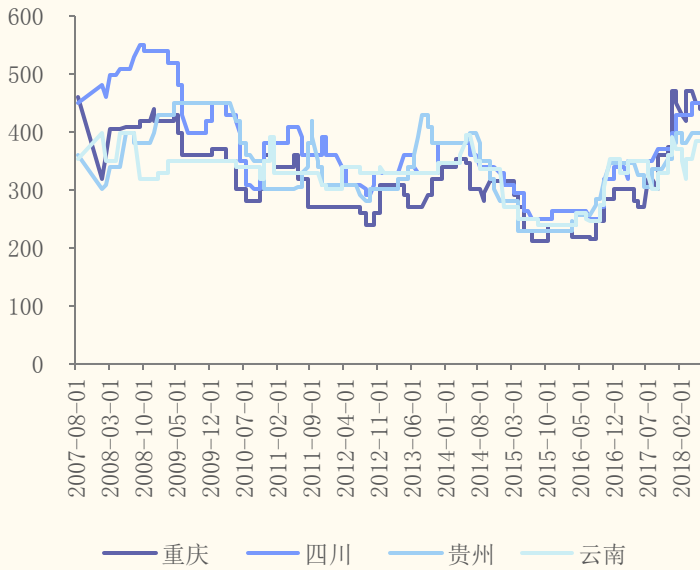
1) 甘肃省: 目前农村民用市场需求不佳, 依靠重点工程项目支撑, 下游需求表现较好, 企业发货能在 7 成以上, 部分企业需要停窑限产配合, 控制库存在 50%-60%, 水泥价格平稳。

2) 陕西省: 陕西关中地区水泥价格稳定, 雨水天气较多, 搅拌站开工率不足, 水泥需求清淡, 企业发货在 6-7 成, 库存在 80%高位运行, 主导企业正在努力稳价。汉中地区企业有意大幅推涨价格。榆林地区水泥价格平稳, 天气放晴, 下游需求有所恢复, 企业发货能达 6 成, 库存在 60%-70%。

3) 新疆省: 由于部分项目被叫停, 下游需求有限, 降价对增加发货量毫无作用, 企业一直稳定价格为主, 预计最后一至两个月需求旺季价格也多是平稳为主。

图表 32: 本周西南地区水泥均价 434 元/吨 (+13 元/吨)

图表 33: 本周西北地区水泥均价 379 元/吨 (保持稳定)



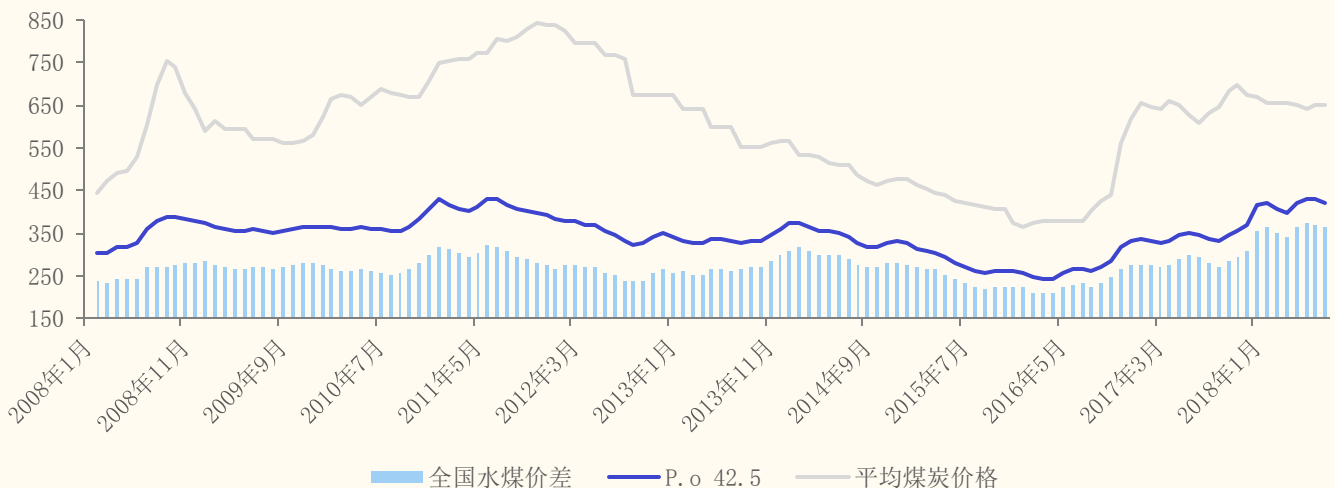
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

### 5、水泥毛利：全国煤炭价格基本企稳，水煤价差处高位震荡

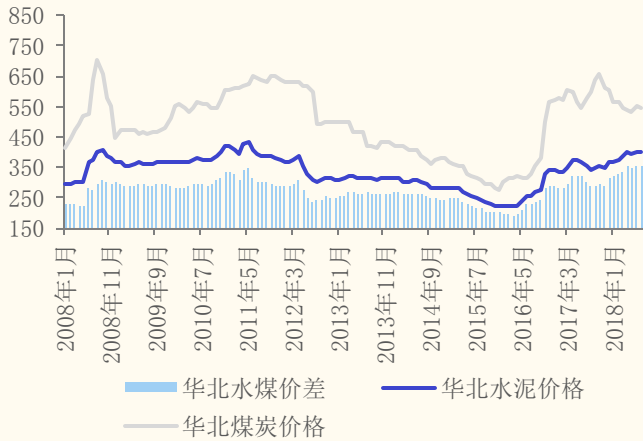
- 全国水煤价差处高位震荡，西南地区相较于上月降幅最小，东北地区受水泥价格下调影响降幅最大，中南、西南地区同比增长最大。8 月全国水煤价差为 344 元/吨，相较于上月-22 元/吨，同比+26%。其中华北地区 8 月水煤价差 349 元/吨，相较于上月-4 元/吨，同比+20%；东北地区 8 月水煤价差 327 元/吨，相较于上月-74 元/吨，同比+3%；华东地区 8 月水煤价差 341 元/吨，相较于上月-39 元/吨，同比+34%；中南地区 8 月水煤价差 374 元/吨，相较于上月-3 元/吨，同比+36%；西南地区 8 月水煤价差 365 元/吨，相较于上月持平，同比+36%；西北地区 8 月水煤价差 348 元/吨，相较于上月-2 元/吨，同比+22%。

图表 34: 8 月全国水煤价差为 344 元/吨 (相较于上月-22 元/吨), 同比+26%



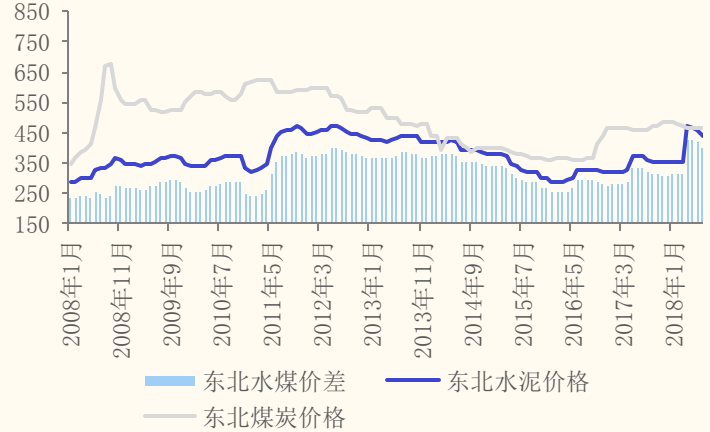
来源: wind, 国金证券研究所

**图表 35: 华北地区 8 月水煤价差 349 元/吨 (相较于上月 -4 元/吨, 同比+20%)**



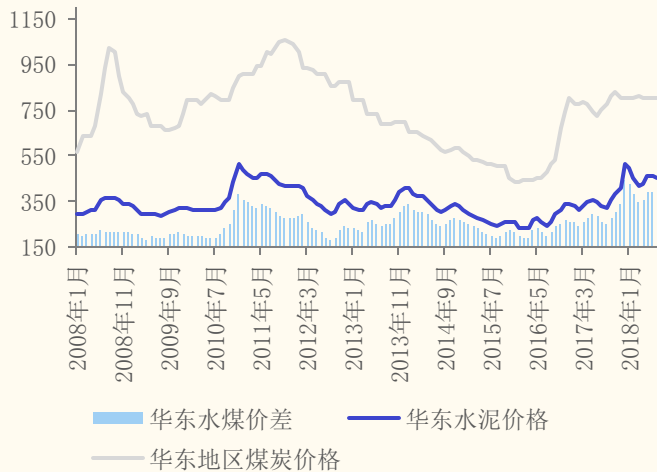
来源: 数字水泥, 国金证券研究所

**图表 36: 东北地区 8 月水煤价差 349 元/吨 (相较于上月 -74 元/吨, 同比+3%)**



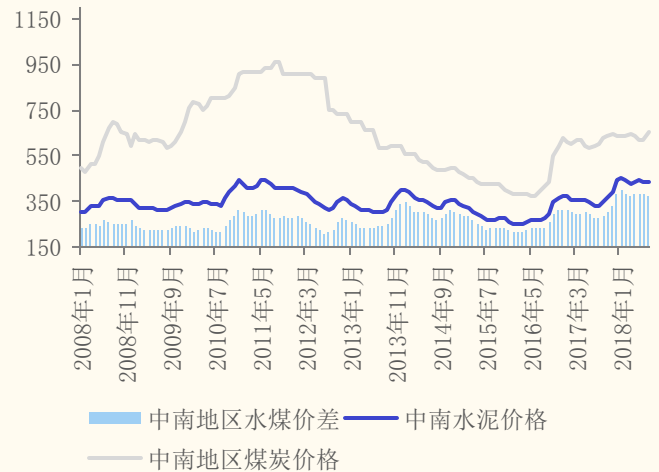
来源: 数字水泥, 国金证券研究所

**图表 37: 华东地区 8 月水煤价差 341 元/吨 (相较于上月 -39 元/吨, 同比+34%)**



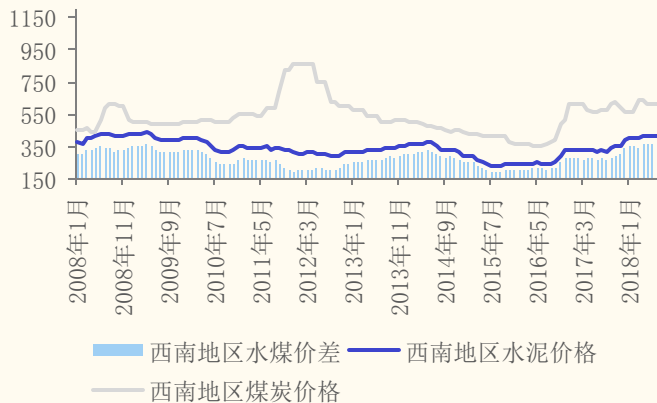
来源: 数字水泥, 国金证券研究所

**图表 38: 中南地区 8 月水煤价差 348 元/吨 (相较于上月 -2 元/吨, 同比+22%)**



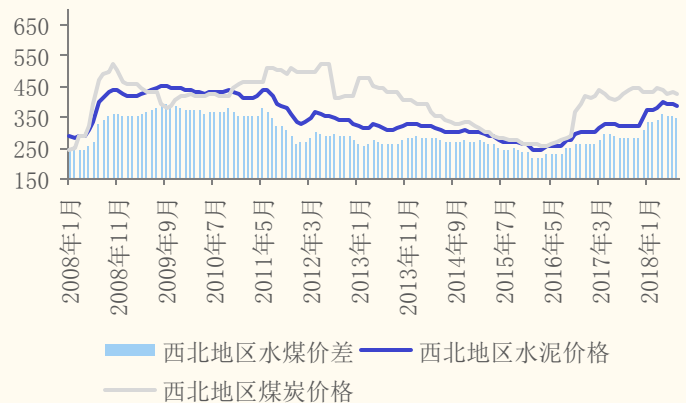
来源: 数字水泥, 国金证券研究所

**图表 39: 西南地区 8 月水煤价差 365 元/吨 (相较于上月持平, 同比+36%)**



来源: 数字水泥, 国金证券研究所

**图表 40: 西北地区 8 月水煤价差 350 元/吨 (相较于上月 -4 元/吨, 同比+22%)**



来源: 数字水泥, 国金证券研究所

## 四、行业及公司要闻回顾

### 1、需求

- 2018年1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）41.52万亿元，同比增长5.3%，增速较1-7月份回落0.2个百分点，低于去年同期2.5个百分点。从环比速度看，8月份固定资产投资（不含农户）增长0.44%。（数字水泥网）
- 2018年1-8月份，全国月度累计房地产开发投资继续保持10%以上增速；房地产开发企业施工面积和新开工面积同比保持增长且增速继续提升，尤其是新开工面积高速增长；房地产开发企业土地购置面积同比增速继续提升。（数字水泥网）
- 9月12日，从中国铁路成都局集团有限公司了解到，围绕“一带一路”建设，长江经济带发展、西部大开发等国家战略部署，重庆正加快铁路高速出渝通道规划建设。2018年，重庆在建铁路项目里程730多公里，总投资规模890亿元。至2020年，重庆市境内铁路路网密度将达到289公里/万平方公里，复线率达到78%，干线铁路电气化率达到100%。（新华社）
- 9月11日，中国雄安集团发布容城容东片区截洪渠景观一期工程设计施工总承包招标公告，预估投资约2.22亿元，2018年12月31日前完成项目全部施工工作。多位专家都表示雄安新区大规模建设将至，下半年基建项目将迎来快速上升期。（证券日报）
- 9月11日，财政部有关负责人表示，财政部正规范有序推进政府和社会资本合作（PPP）工作。截至2018年7月底，全国PPP综合信息平台项目库累计入库项目7867个、投资额11.8万亿元。这些项目中，已签约落地项目3812个、投资额6.1万亿元，已开工项目1762个、投资额2.5万亿元。财政部金融司有关负责人表示，下一步，财政部将规范有序推进PPP工作，切实发挥PPP模式在优化资源配置、激发市场活力、促进公共服务提质增效等方面的积极作用。（新华社）
- 9月11日，为加快推进安新县生态环境治理，彻底解决安新县制鞋下脚料等工业固体废物历史积存问题，河北雄安新区生态环境局安新县分局发布关于面向全国招选工业固体废物处置单位的公告，面向全国征召有处置能力的单位洽谈磋商。（财联社）
- 9月10日，商务部副部长王受文出席第二十届中国国际投资贸易洽谈会致辞表示，中国开放的大门不会关闭，只会越开越大。商务部将按照党中央、国务院有关决策部署，进一步推动降低外资准入门槛，扩大吸收外资；持续优化投资环境，保护外资企业合法权益和公平竞争。同时，将以“一带一路”为重点，坚定不移地支持中国企业走出去，推动双向投资协调有序发展。（财联社）
- 乌克兰基础设施部长弗拉基米尔·奥梅利安10日表示，乌克兰将加大基础设施投资力度，以提升该国在参与“一带一路”建设中的地位。奥梅利安表示，乌计划在2030年前投入600亿美元发展交通运输，部分资金将用于公路、铁路和港口设施建设。（新华社）

### 2、环保

- 近日，河北省大气办印发《河北省严格禁止生态环境保护领域“一刀切”的指导意见》，对钢铁、焦化、铸造、建材、碳素、化学原料药（农药）、有色、化工制造等高污染排放行业，符合现行产业政策，污染物能够实现稳定达标排放且依法获得排污许可证的，要按照排放绩效评价，秋冬季采取差异化错峰生产。对实现超低排放、工艺技术先进、产品优质高端的“领跑者”企业，不列入错峰生产名单。（数字水泥网）
- 9月11日，市场传言环保限产比例取消，引发钢铁期货骤跌。对此，生态环境部宣教司对中国证券报记者表示，上述确认是不实消息，是大家对文件的误读。传言称，生态环境部8月初下发的《京津冀及周边地区2018-

2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》(征求意见稿)在环保限产措施上有所放松，或取消限产比例要求。(中证网)

### 3、公司

图表 41：水泥制造公司要闻

	公司	内容
其他	冀东水泥	1) 公司于 2018 年 9 月 11 日收到大股东 (持股 10.48%) 张能勇先生关于计划减持公司股份的告知函, 计划在本公告发布之日起 15 个交易日后的 6 个月内以集中竞价或大宗交易方减持本公司 2% 的股份; 2) 金隅集团拟收购公司 6737 万股, 占已发行股份 5%, 要约收购价 11.68 元/股, 收购价款为 7.87 亿元。
	金圆股份	公司收到政府补助款 3608 万元, 其中归属于母公司的损益金额为 2879 万元。

来源：公司公告，国金证券研究所

### 五、风险提示

- **宏观经济下行风险：**水泥需求主要来自基建和地产，中美贸易战背景下宏观经济不确定性较大，如果基建、地产投资下滑超预期或地产调控过严，水泥需求出现断崖式下滑，行业将面临巨大挑战。
- **错峰生产环保督查不及预期风险：**当前水泥价格攀升的主要逻辑来自供给压缩，如果错峰生产执行力度减弱或环保督查力度不及预期，各地频现私自动工，扰乱行业秩序将使得供给过多释放，需求稳定情况下，价格大幅回落。
- **产能置换超预期风险：**在严禁新增的背景下，产能置换成为新增熟料产能的唯一手段。如若管控力度有所放松，产能置换获批难度降低，新增产能重塑各地供给格局，供给压缩逻辑将被改写，区域形势或现差异。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

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

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH