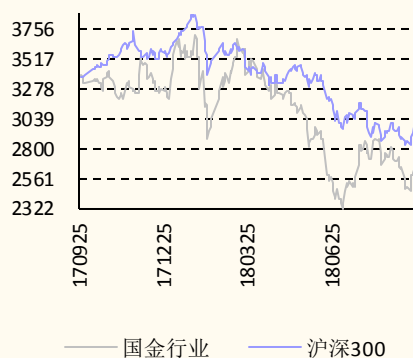


市场数据(人民币)

| | |
|-----------|---------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金水泥指数 | 2654.57 |
| 沪深300指数 | 3410.49 |
| 上证指数 | 2797.49 |
| 深证成指 | 8409.18 |
| 中小板综指 | 8517.89 |



相关报告

- 1.《环保宽松对供给影响有限，开工加速支撑价格-《2018-09-...》》，2018.9.16

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

Q4 看好华东、中南、西南需求，地方政策看环保不松反严

行业点评

- 本周建筑材料板块+5.04%，上证综指+4.32%，创业板指数+3.26%，沪深300指数+5.19%，“美对华2000亿美元商品加征关税”事件阶段性靴子落地，国常会对社保征缴改革及时打补丁促市场悲观情绪修复，市场回暖显著。分子板块来看，受益国常会及发改委发布基建补短板推动会，水泥制造(+7.93%)强势反弹。
- **需求端：1-8月西南片区最佳，西北最弱，Q4看好华东、中南、西南需求，关注边际改善的华北需求。**1)本周公布各省市固定资产投资额及水泥产量数据。从各省市固定资产投资来看，其中华东(+8.12%)/中南(+9.93%)/西南(+10.73%)表现较好，华北(-9.46%)/西北(-8.78%)表现较差，但华北较7月(-10.92%)边际改善。从水泥产量来看，西南(6.46%)表现最好，华北(-4.5%)/西北(-10.98%)表现较差，华东(0.52%)/中南(2.52%)与去年维持一致。2)我们认为10月之后，预计东北、西北地区受气候影响需求仍弱，华东、中南、西南需求仍旺，关注固投需求边际改善的华北地区。
- **供给端：水泥行业延续2016年政策，首提“差别化”政策，水泥行业随关随停或成地方政府限产首选行业，地方政策看环保不松反严。**1)本周工信部发布《关于重点区域建材工业2018-2020年秋冬季开展错峰生产的通知》，建材工业错峰生产涉及区域更广，从去年的“2+26”区域扩大到长三角、汾渭平原，采暖季水泥行业要求继续执行2016年错峰生产政策，其他建材行业继续执行2017年错峰生产政策，非采暖季执行特别排放限值，并结合当地实际情况，在春节期间、酷暑伏天和雨季开展错峰生产。文件首次提出“差别化错峰生产”和“差别化的停限产措施”，“差别化错峰生产”指各地可适当缩短或延长错峰生产时间，“差别化的停限产措施”指达到超低排放标准要求的可不纳入错峰生产。2)市场疑虑“差别化”政策下环保政策或放松导致采暖季供给回升，我们认为考虑水泥行业停窑成本较低、最好调节，在“差别化”政策下水泥有机会成为地方政府限产的首选行业。3)本周唐山市发布《重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见的通知》，要求水泥企业在10月1日至3月31日停产；本周河南省发布关于印发河南省污染防治攻坚战三年行动计划(2018—2020年)的通知指出，采暖季期间水泥行业实行“开二停一”原则，12月1日至1月31日、3月1日至3月31日实施停产，禁止水泥、玻璃行业产能置换。从地方政策来看，环保政策不松反严。

投资建议：

- 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5.8%)、内生环保业务发力的**海螺创业**、受益西南片区高弹性的**华新水泥**。

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。

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（54%）仍处历史低位 | 10 |
| 4、水泥价格：全国价格继续上扬，华北、东北、中南地区价格持平 | 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、产能 | 17 |
| 2、砂石 | 17 |
| 3、水泥 | 18 |
| 4、水利 | 18 |
| 5、公司 | 18 |
| 五、风险提示 | 18 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：本周建筑材料板块上涨 5.04% | 4 |
| 图表 2：建筑材料年初至今下跌 19.47% | 4 |
| 图表 3：本周水泥制造上涨 7.93% | 5 |
| 图表 4：水泥制造年初至今下跌 0.38% | 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：本周水泥制造上涨幅度前 5 名个股，海螺水泥周涨幅最大约 11.41% | 5 |
| 图表 8：本周水泥制造仅有金圆股份一支个股下跌，周跌幅约-0.19% | 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 1-8 月固投完成额 4.5 万亿元（-9.46%） | 6 |
| 图表 11：东北地区 1-8 月固投完成额 1.9 万亿元（-1.32%） | 6 |
| 图表 12：华东地区 1-8 月固投完成额 13 万亿元（+8.12%） | 7 |
| 图表 13：中南地区 1-8 月固投完成额 10.8 万亿元（+9.93%） | 7 |
| 图表 14：西南地区 1-8 月固投完成额 5.5 万亿元（+10.73%） | 7 |
| 图表 15：西北地区 1-8 月固投完成额 2.9 万亿元 | 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 1-8 月水泥产量 1.03 亿吨（-4.50%） | 8 |
| 图表 18：东北地区 1-8 月水泥产量 0.44 亿吨（-10.68%） | 8 |
| 图表 19：华东地区 1-8 月水泥产量 4.45 亿吨（+0.52%） | 9 |

| | |
|--|----|
| 图表 20: 中南地区 1-8 月水泥产量 4 亿吨 (+2.52%) | 9 |
| 图表 21: 西南地区 1-8 月水泥产量 2.79 亿吨 (+6.46%) | 9 |
| 图表 22: 西北地区 1-8 月水泥产量 1.06 亿吨 (-10.98%) | 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 54%，同比-13%..... | 11 |
| 图表 26: 本周华东地区库容比最低 (48%)，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 428 元/吨 (相较于上周+3 元/吨)，同 比+22.29%..... | 12 |
| 图表 28: 本周华北地区水泥均价 400 元/吨 (持平) | 13 |
| 图表 29: 本周东北地区水泥均价 370 元/吨 (保持稳定) | 13 |
| 图表 30: 本周华东地区水泥均价 475 元/吨 (+4 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 436 元/吨 (+2 元/吨) | 15 |
| 图表 33: 本周西北地区水泥均价 385 元/吨 (+6 元/吨) | 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% | 16 |
| 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%) | 17 |
| 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%) | 17 |
| 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%) | 17 |
| 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%) | 17 |
| 图表 41: 水泥制造公司要闻..... | 18 |

一、新闻点评

- **事件 1：9 月伊始，需求回升加上原材料价格上涨，多地水泥企业纷纷提高水泥销售价格。9 月 1 日以来，湖南长株潭、常德等地南方、华新、中材、海螺等主导企业陆续上调各品种水泥价格，涨幅在 20 至 40 元/吨不等。下半年，随着高温、雨水因素的消退，下游需求将进一步回升，拉开旺季序幕。（数字水泥网）**
- **点评：**今年以来长三角区域供给持续收紧，产能规模最大的安徽省 6 月-7 月连续两月熟料产量出现显著下滑 10%左右，核心仍是环保压力的持续强化，多地面临较强的空气质量、能耗压力，这一趋势短期难以逆转，因此下半年长三角地区产能受限仍将延续。此外，宏观政策面转暖后基建投资受到提振，需求表现具备持续性。当前华东区域熟料库存、水泥库存均处在历史同期的低位，下半年旺季的价格弹性非常充足。

二、一周行情回顾

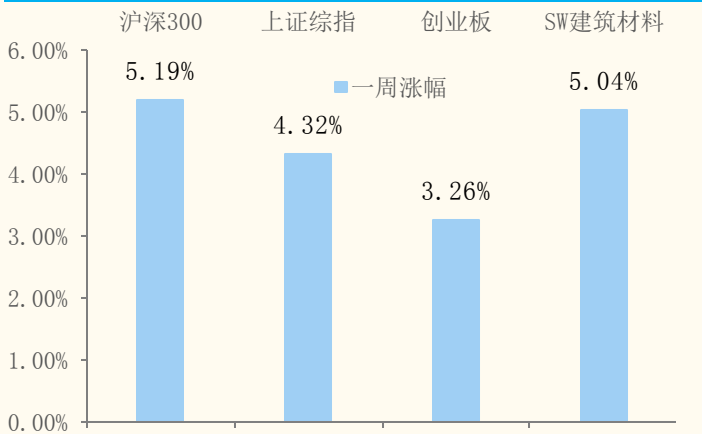
本周行情：建筑材料板块+5.04%，上证综指+4.32%，创业板指数+3.26%，沪深 300 指数+5.19%。

分子板块来看，水泥制造（+7.93%）涨幅最大，玻璃、管材、耐火及其他建材涨幅分别为+2.99%、+3.02%、+2.64%、+1.32%。

个股方面，在水泥制造公司中，仅金圆股份折价下跌，海螺水泥、华新水泥、祁连山位列涨幅榜前三位。

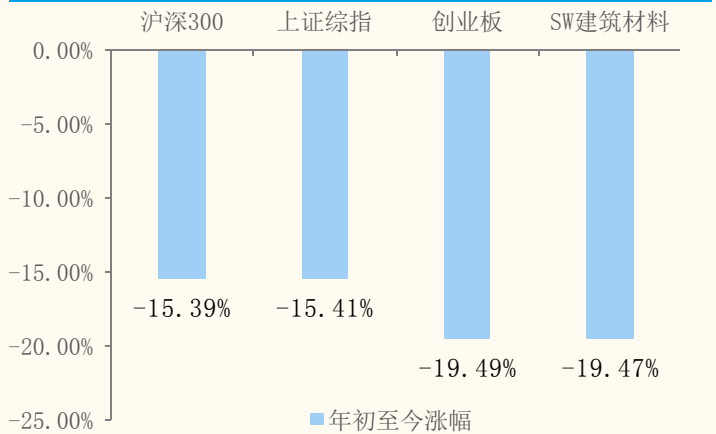
与沪深 300 指数相比，本周水泥板块收盘价（6090 点）呈上升趋势，且价差（2680 点）仍处高位；从估值看，SW 水泥制造/沪深 300 估值比（0.90）位于历史低位（正负一倍标准差：（1.16，2.32））。

图表 1：本周建筑材料板块上涨 5.04%



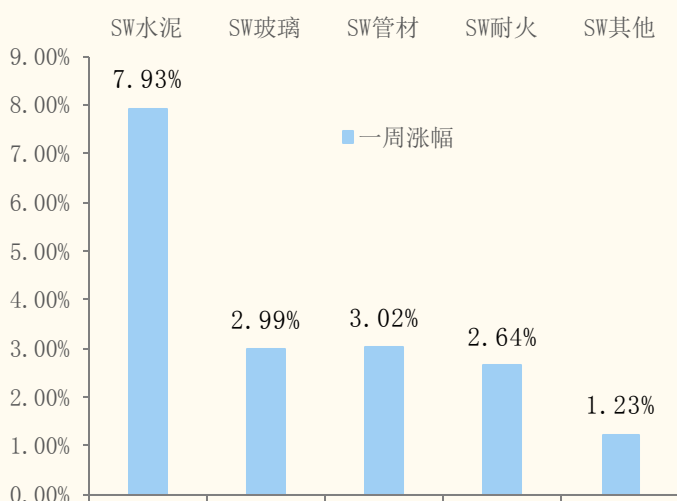
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：建筑材料年初至今下跌 19.47%



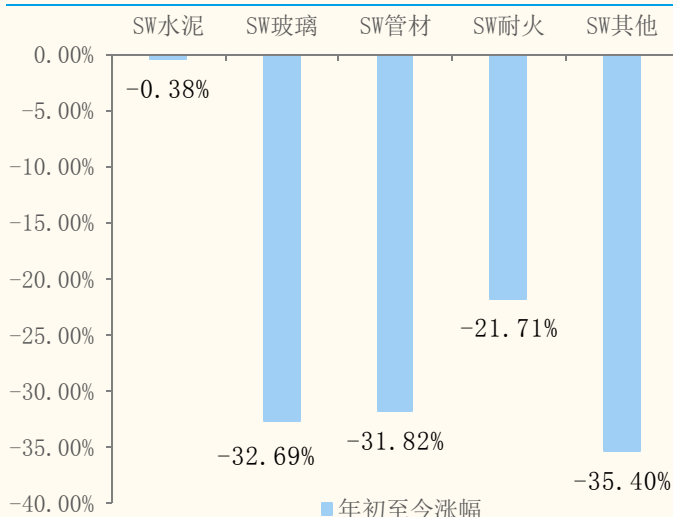
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3: 本周水泥制造上涨 7.93%



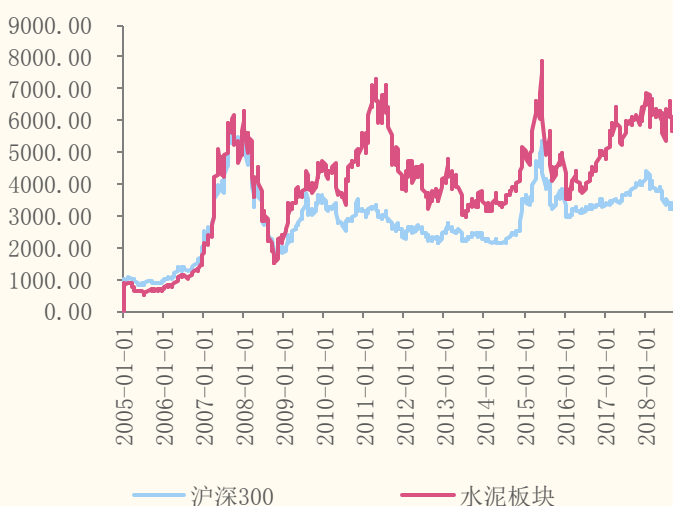
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 水泥制造年初至今下跌 0.38%



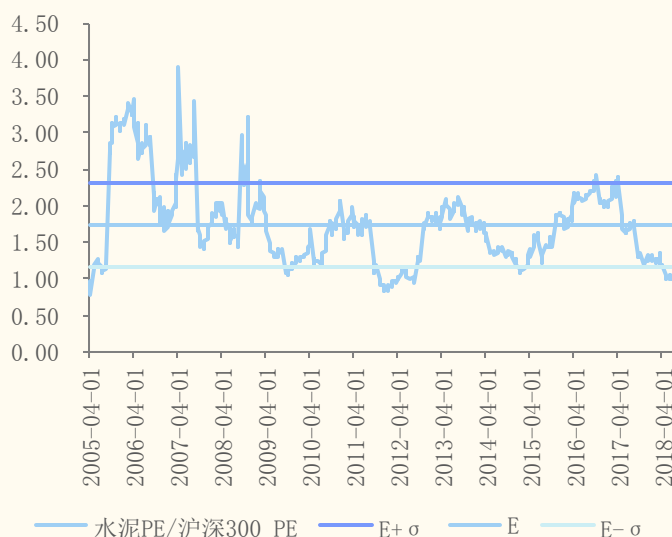
来源: Wind, 国金证券研究所

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: 本周水泥制造上涨幅度前 5 名个股, 海螺水泥周涨幅最大约 11.41%

周涨幅 top5

| 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% |
|-----------|------|-------|-------|------------------|---------|
| 600585.SH | 海螺水泥 | 36.71 | 11.41 | 6.22 | 29.51 |
| 600801.SH | 华新水泥 | 19.25 | 9.38 | 4.18 | 38.85 |
| 600720.SH | 祁连山 | 7.61 | 7.33 | 2.14 | -23.96 |
| 002233.SZ | 塔牌集团 | 11.54 | 6.56 | 1.36 | 3.23 |
| 600449.SH | 宁夏建材 | 8.78 | 6.55 | 1.36 | -20.65 |

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 本周水泥制造仅有金圆股份一支个股下跌, 周跌幅约-0.19%

周跌幅 top1

| 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% |
|-----------|------|-------|-------|------------------|---------|
| 000546.SZ | 金圆股份 | 10.54 | -0.19 | -5.38 | -40.71 |

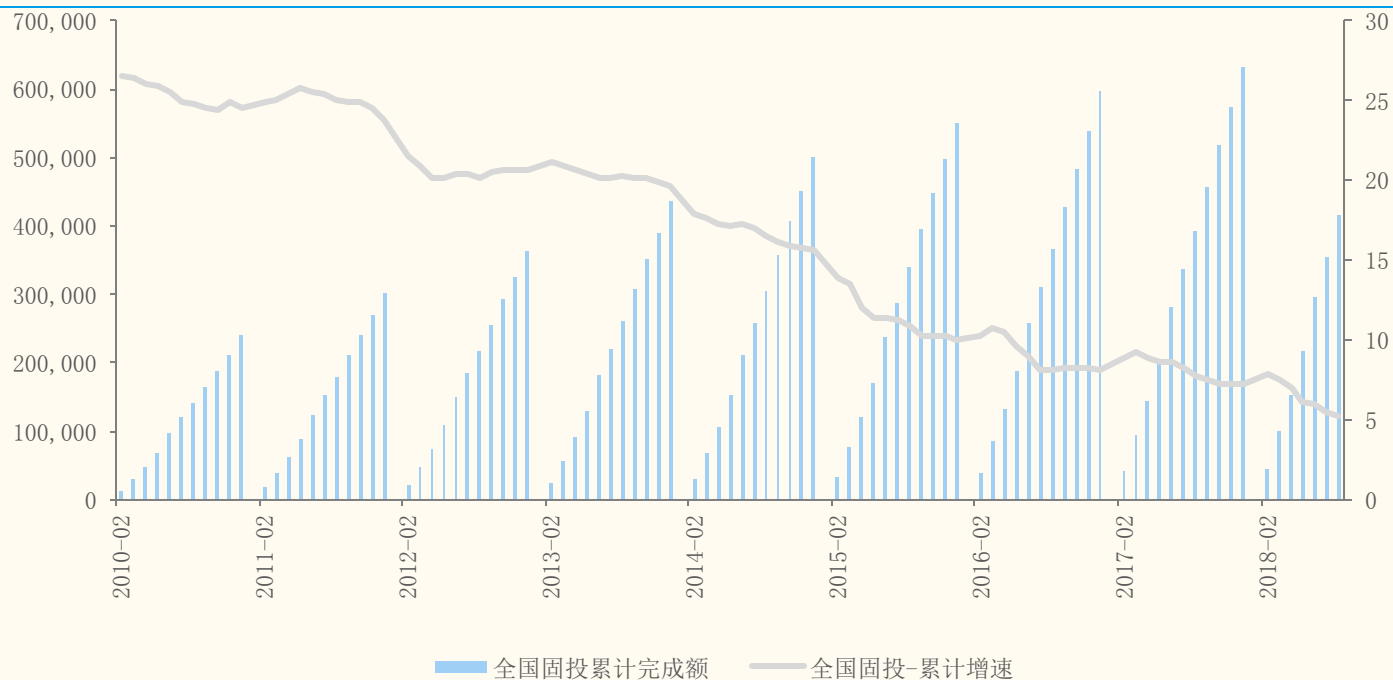
来源: Wind, 国金证券研究所

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

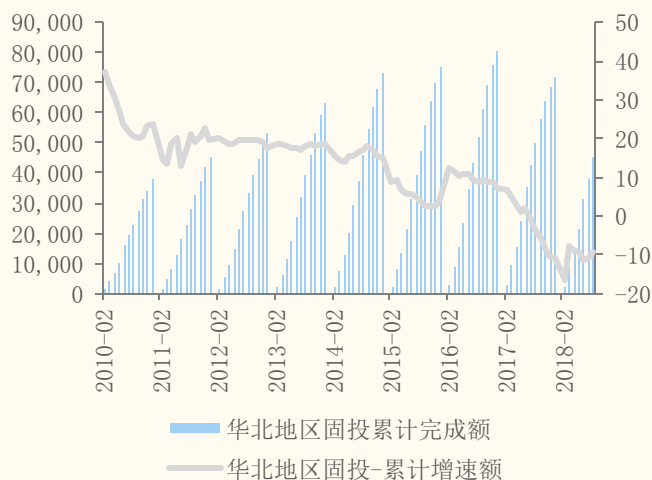
- **全国固定资产投资继续回落。**2018年1-8月全国固定资产投资（不含农户）完成额为41.5万亿元，同比+5.30%。
- **8月数据一览：华东、中南增速平稳，西南地区边际改善。**2018年1-8月份华北地区4.5亿元（-9.46%）、东北地区1.9亿元（-1.32%）、华东地区13亿元（+8.12%）、中南地区10.8亿元（+9.93%）、西南地区5.5亿元（+10.73%）、西北地区2.9亿元（-8.78%）。（区域数据根据统计局公布各地累计同比增速测算所得）

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%



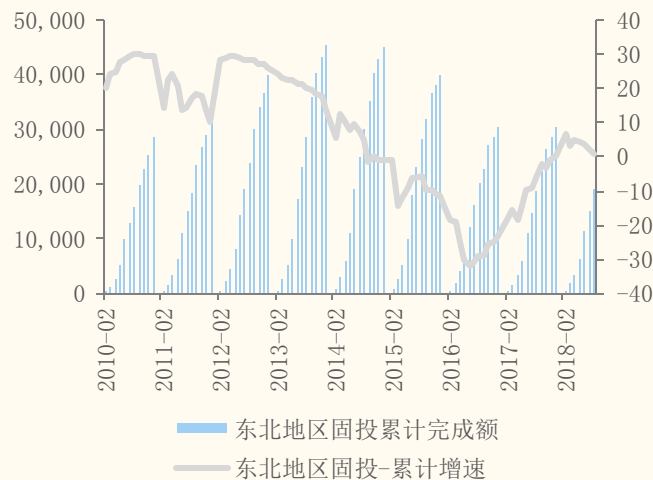
来源：wind，国金证券研究所

图表 10：华北地区 1-8 月固投完成额 4.5 万亿元（-9.46%）



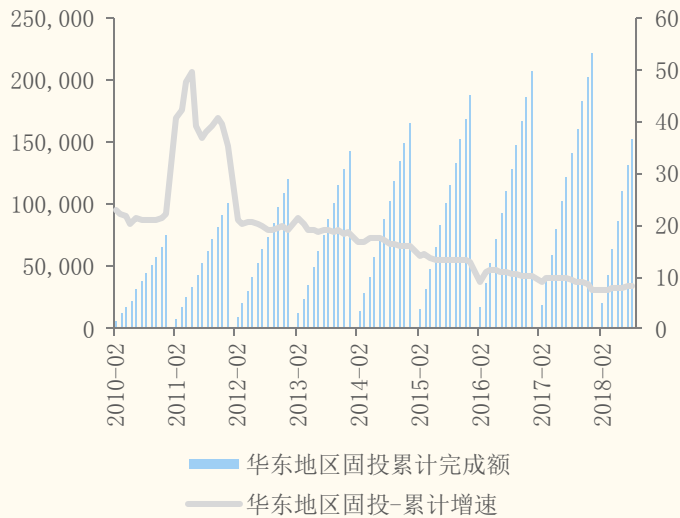
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：东北地区 1-8 月固投完成额 1.9 万亿元（-1.32%）



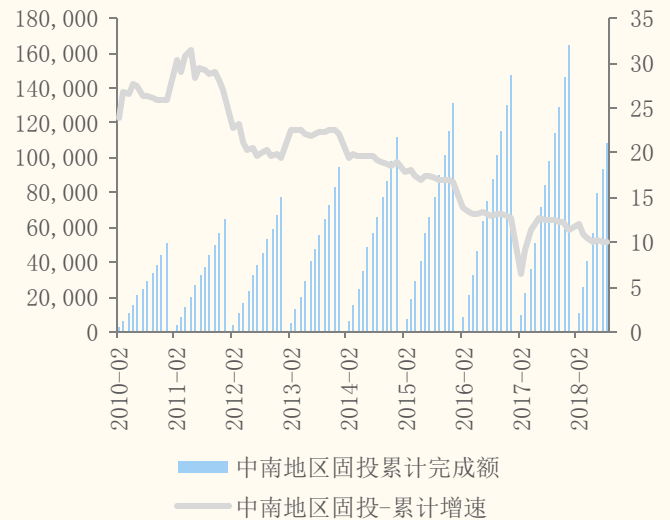
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：华东地区 1-8 月固投完成额 13 万亿元 (+8.12%)



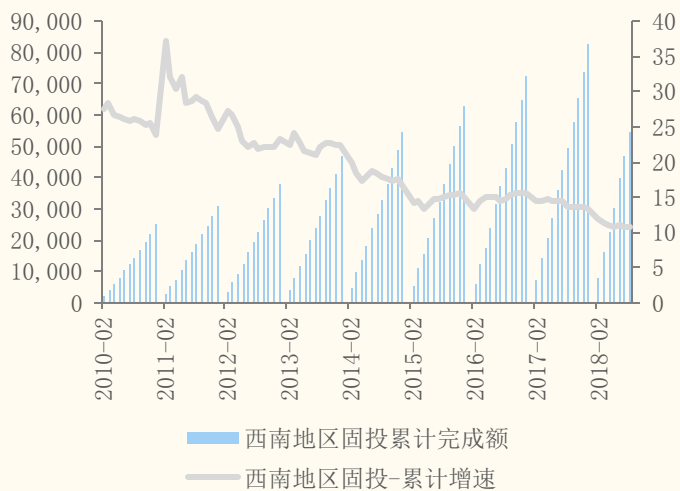
来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：中南地区 1-8 月固投完成额 10.8 万亿元 (+9.93%)



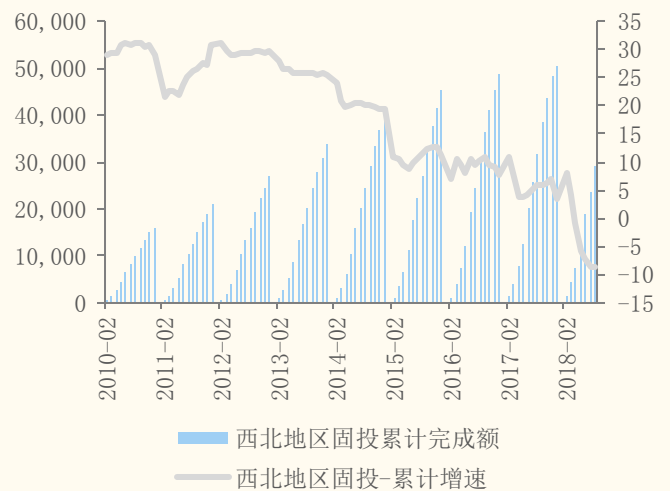
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：西南地区 1-8 月固投完成额 5.5 万亿元 (+10.73%)



来源：Wind，国金证券研究所

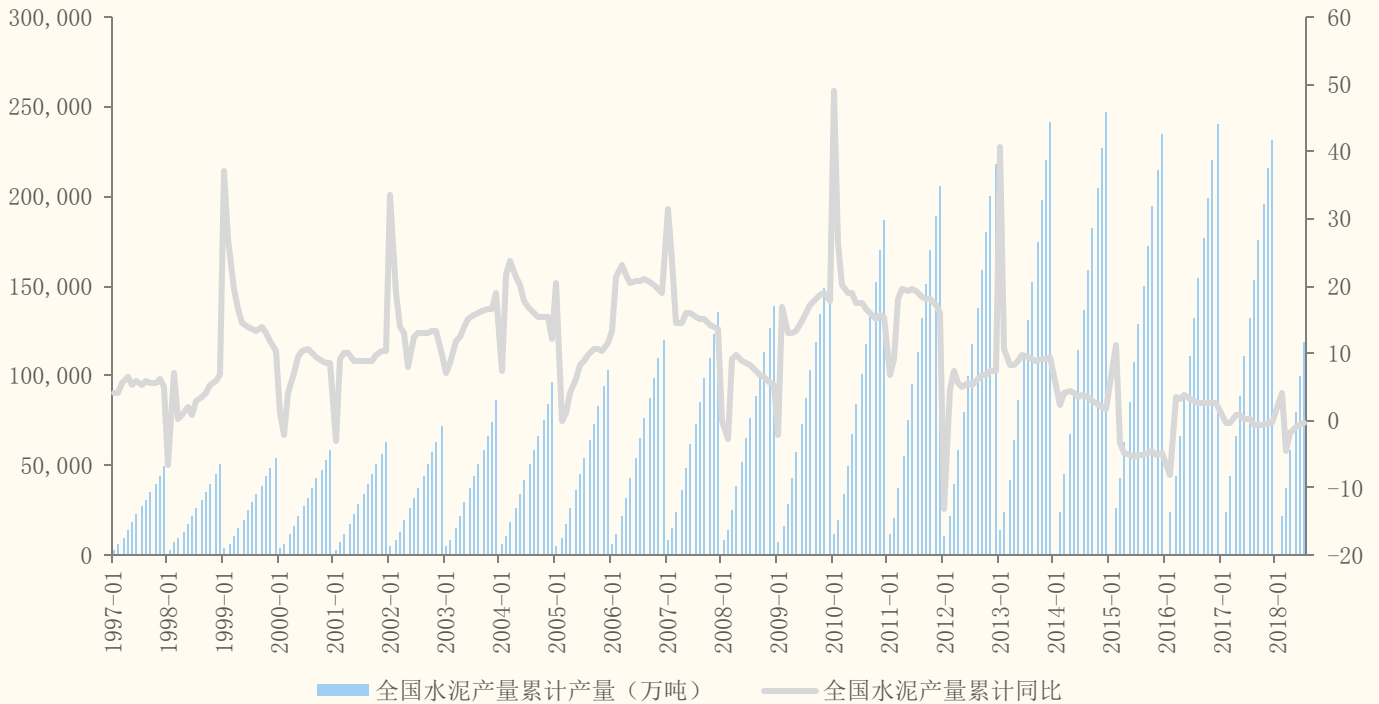
图表 15：西北地区 1-8 月固投完成额 2.9 万亿元 (-8.78%)



来源：Wind，国金证券研究所

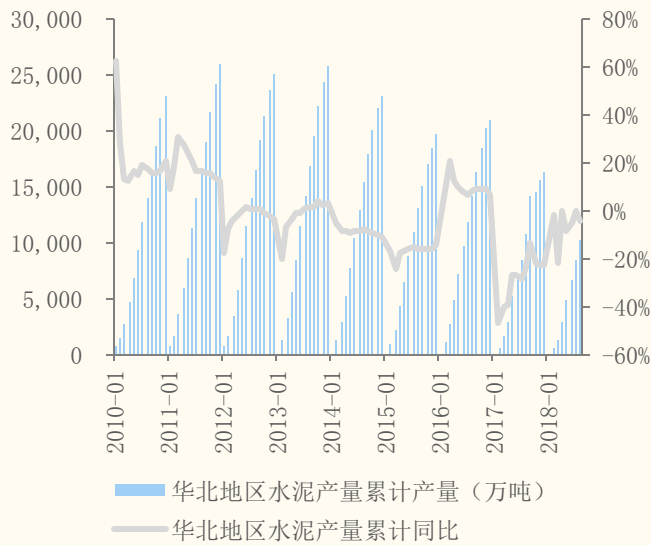
- **水泥产量：全国水泥产量增速回正。**2018 年 1-8 月全国水泥累计产量为 13.82 亿吨，同比+0.50%。
- **8 月数据一览：**三北（华北、东北、西北）地区下滑较大，西南地区需求较好。2018 年 1-8 月份华北地区 1.03 亿吨（-4.50%）、东北地区 0.44 亿吨（-10.68%）、华东地区 4.45 亿吨（+0.52%）、中南地区 4 亿吨（+2.52%）、西南地区 2.79 亿吨（+6.46%）、西北地区 1.06 亿吨（-10.98%）。（区域数据根据统计局公布各地累计产量数据及累计同比增速所得）

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



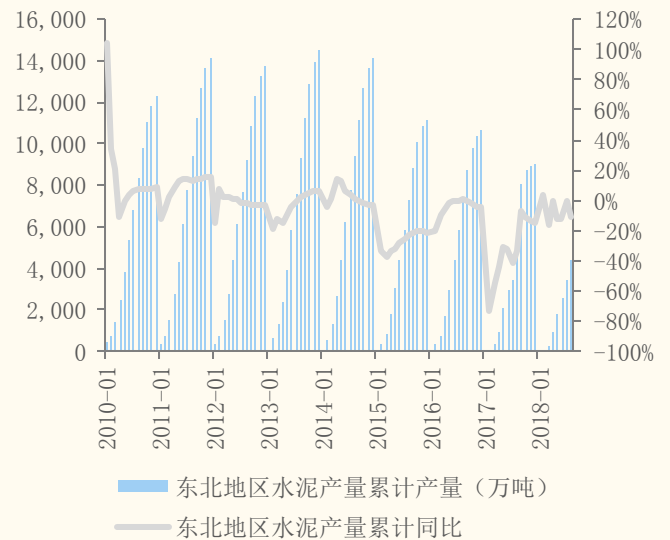
来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 华北地区 1-8 月水泥产量 1.03 亿吨 (-4.50%)



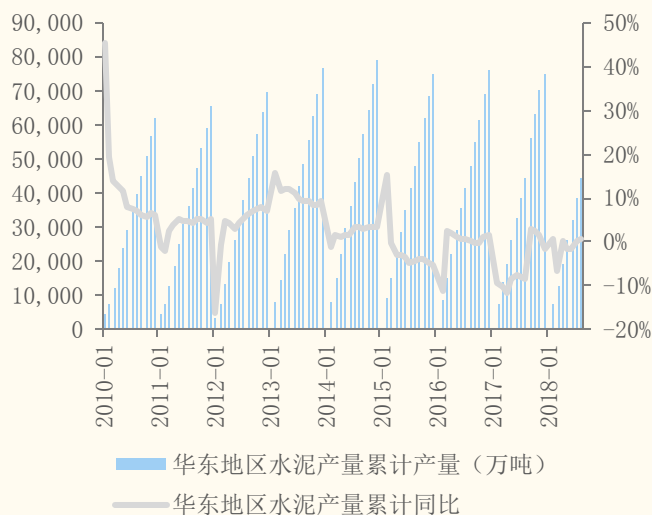
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 东北地区 1-8 月水泥产量 0.44 亿吨 (-10.68%)



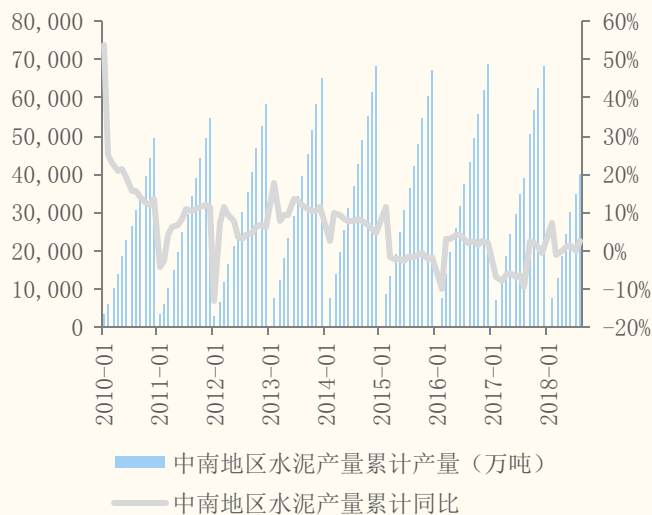
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 华东地区 1-8 月水泥产量 4.45 亿吨 (+0.52%)



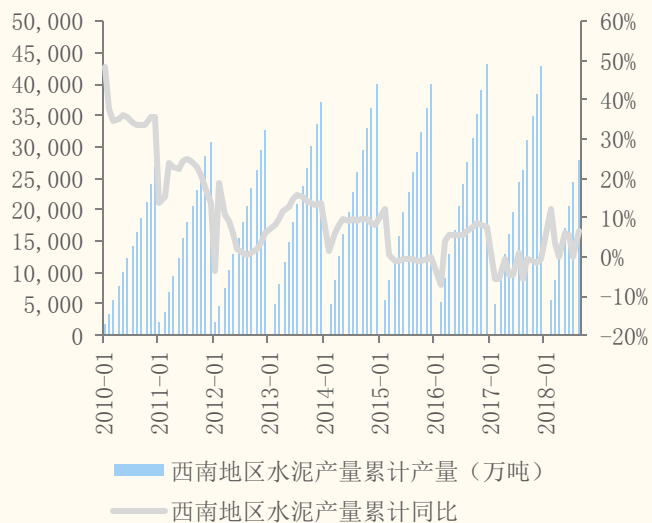
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 中南地区 1-8 月水泥产量 4 亿吨 (+2.52%)



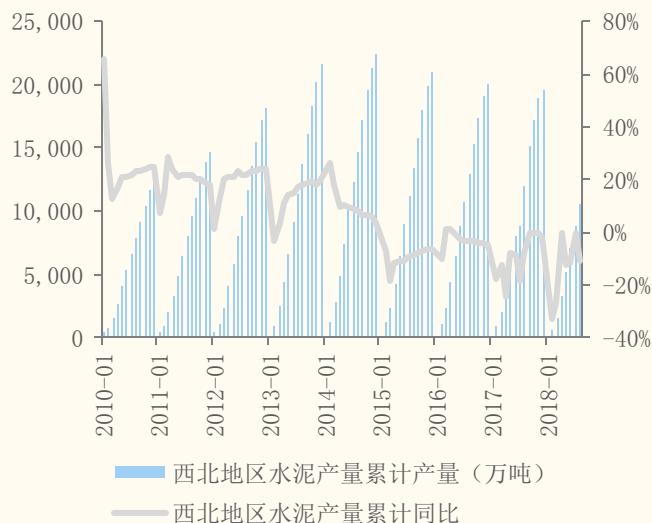
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 西南地区 1-8 月水泥产量 2.79 亿吨 (+6.46%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 西北地区 1-8 月水泥产量 1.06 亿吨 (-10.98%)



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，并且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 | 空气质量管理 |
| 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 |
| | 铜陵 | 9 月 5 日至 9 月 11 日, 水泥窑限产 50% | 空气质量管理 |
| | 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 | 空气质量管理 |
| 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 |
| 宁夏 | 全省 | 在冬防期 (2018 年 12 月 1 日至 2019 年 3 月 10 日) 实施错峰生产, 2018 年年底前完成二氧化硫、氮氧化物、颗粒物特别排放限值改造, 全面排查重点企业。 | 错峰生产 |
| 贵州 | 黔中 | 水泥熟料生产线错峰生产 9 月至 11 月累计不少于 30 天, 其中 9 月 30 日以前为第一阶段错峰停窑时间不少于 15 天/条, 11 月 15 日以前为第二阶段错峰停窑时间不少于 15 天/条。 | 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 (54%) 仍处历史低位

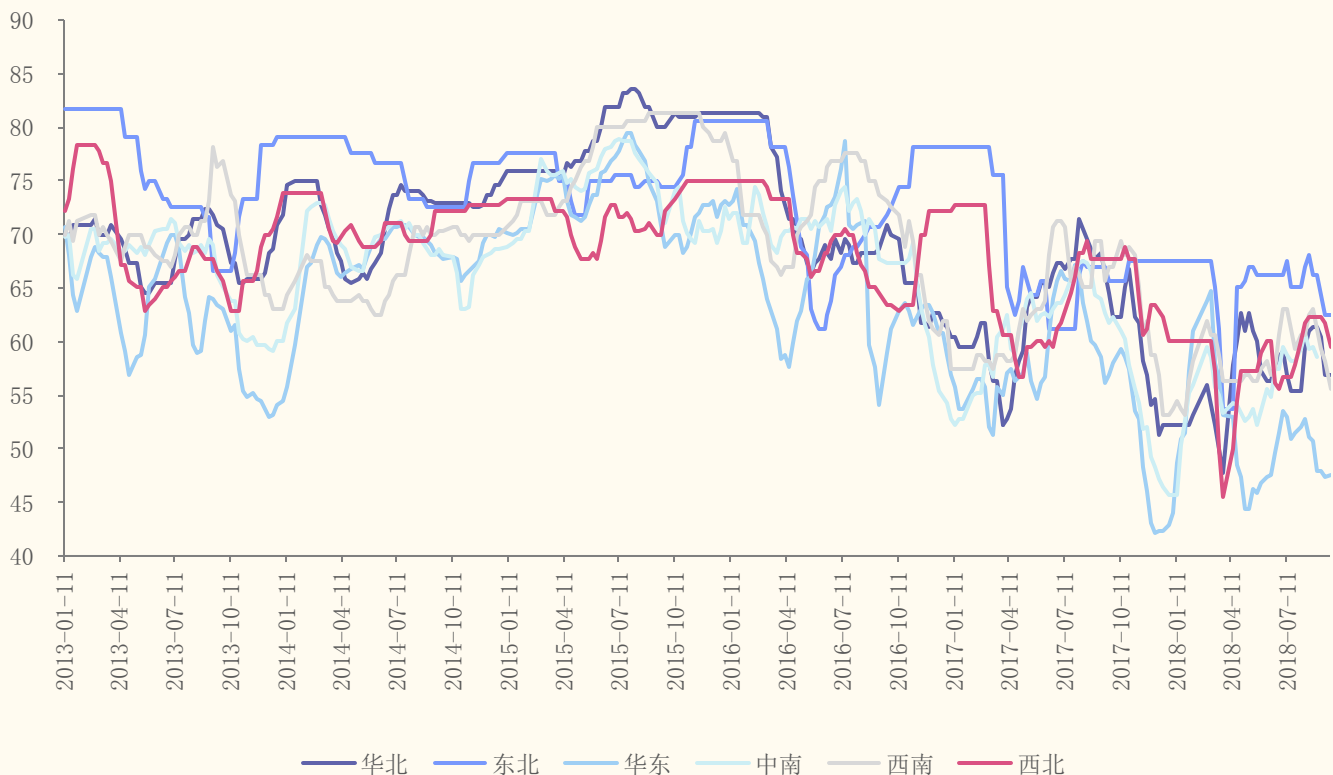
- 本周全国库容比为 54%，处于历史较低水平。西南地区库容比为 56%，相较于上周下降 2.5pct；西北地区为 59%，相较于上周下降 2.22pct。华北/东北/华东/中南库容比为 57%/63%/48%/55%，相差不大。

图表 25：本周全国库容比为 54%，同比-13%



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 (48%)，东北地区库容比最高 (63%)



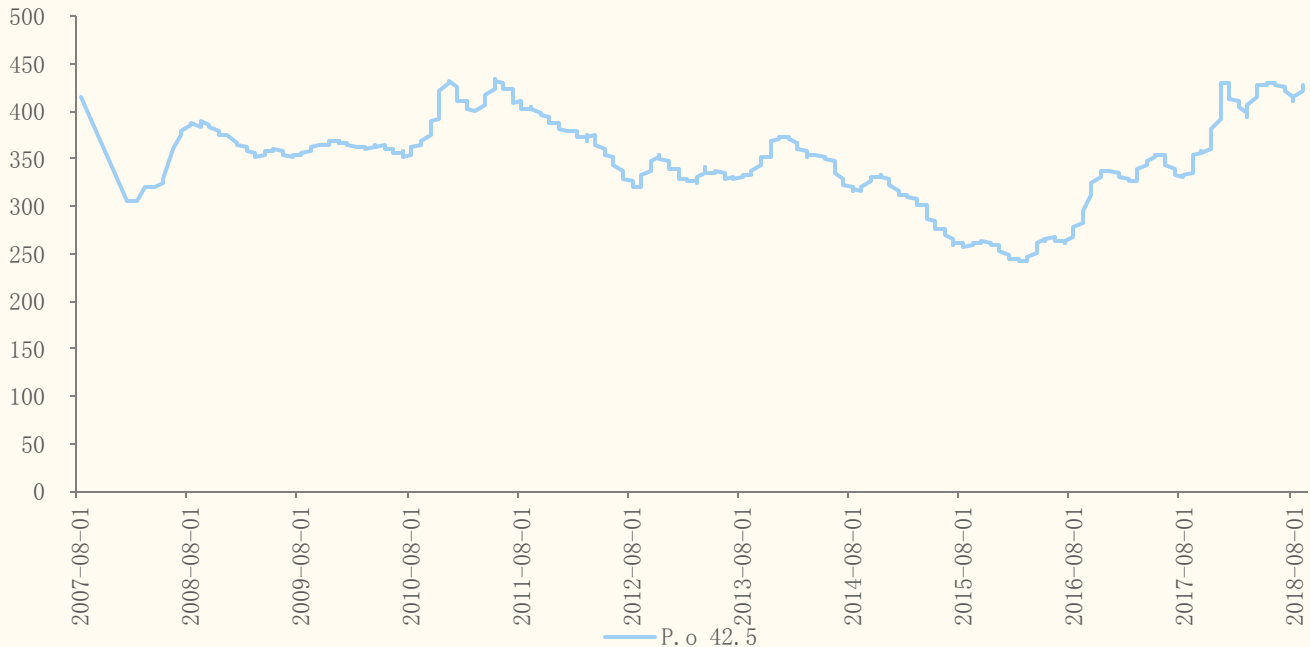
来源：数字水泥网，国金证券研究所

4、水泥价格：全国价格继续上扬，华北、东北、中南地区价格持平

- 本周全国水泥市场价格延续涨势，环比涨幅为 0.5%，华北、东北、中南地区价格持平，华东地区上涨 4 元/吨、西南地区上涨 2 元/吨、西北地区上涨 6 元/吨。价格上涨地区主要是山东、重庆和陕西，以及皖北、苏北、

湘北和黔南等地，幅度 10-50 元/吨；福建价格小幅回落 10 元/吨。9 月中旬，国内部分地区受台风、降雨影响，下游需求阶段性减弱，因库存相对偏低，价格多延续上行态势，个别地区沿海地区如福建出现小幅回落。预计后期随着雨水天气减少，下游需求将会恢复，水泥价格稳中有升趋势不变。（数字水泥网）

图表 27：本周全国 P.O.42.5 水泥均价 428 元/吨（相较于上周+3 元/吨），同比+22.29%



来源：wind，国金证券研究所

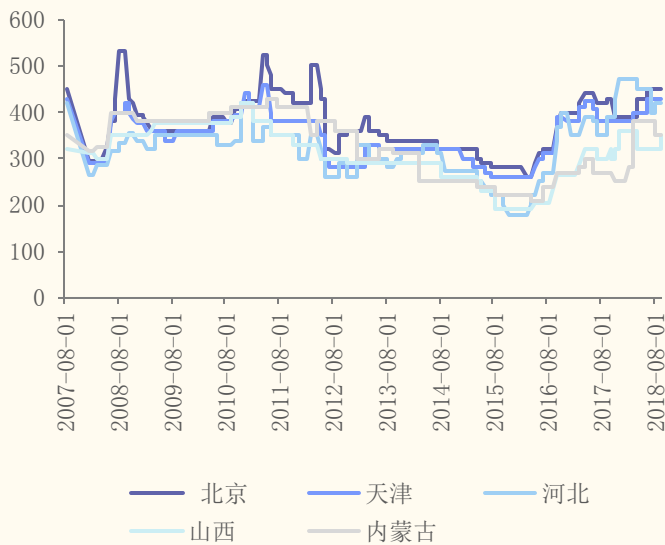
■ 华北地区水泥均价 400 元/吨（持平）

- 1) 河北省：河北唐山地区水泥价格稳定，受环保影响，工程和搅拌站开工率偏弱，水泥需求不佳，但由于水泥企业在停窑限产，熟料供应依旧紧张，后期企业存有上调价格意愿。石家庄地区水泥价格以稳为主，下游需求表现一般，企业发货在 7 成左右，由于前期停窑限产，熟料库存较低。
- 2) 北京/天津：北京地区大企业价格以稳为主，前期外来水泥价格大幅上调，由于本地大企业价格较高，暂未跟随上行。天津地区水泥价格平稳，工程出现赶工，加之唐山地区仍在停窑限产，外来水泥较少，本地企业发货能达正常水平。
- 3) 山西省：山西太原地区水泥价格上调后保持平稳，下游需求相对稳定，企业发货在 6 成上下，由于前期水泥企业停产，库存处在低位，预计短期内价格将会以稳为主。

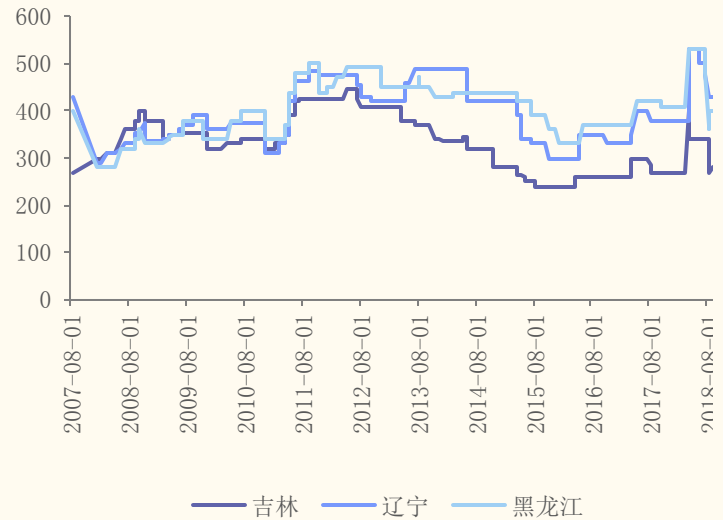
■ 东北地区水泥均价 370 元/吨（持平）

- 1) 辽宁省：辽宁沈阳及周边地区水泥价格继续趋强运行，价低企业水泥价格再次上调 5 元/吨，P.O42.5 散出厂价 240-250 元/吨，后期企业存有继续推涨价格计划。
- 2) 黑龙江省：水泥价格以稳为主，距离市场进入淡季仅剩一个月，但工程上并未出现赶工现象，水泥需求稳定，企业发货在 5-6 成。
- 3) 吉林省：吉林长春地区水泥价格平稳，下游需求疲软，虽然外来水泥有所减少，但本地企业发货仍旧较差，仅在 5 成左右。

图表 28：本周华北地区水泥均价 400 元/吨（持平）



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 475 元/吨（+4 元/吨）

1) 上海市：上海地区水泥价格保持平稳，受进博会影响，部分扬尘作业已经停工，下游需求略受影响。据了解，10月23日至11月12日，全市范围内所有施工项目一律停止施工，目前水泥企业新订单明显减少，预计后期需求将大幅下滑。

2) 江苏省：江苏南京地区水泥价格保持平稳，受雨水天气较多影响，下游需求尚不能达到产销平衡，企业发货在 8 成左右，库存不高，江北价格上调落实情况较好，预计后期下游需求恢复后，价格将会跟随外围上行。苏锡常地区水泥价格稳定，雨水天气增多，下游需求略受影响，企业发货阶段性减弱，库存仍在 50% 水平。苏北徐州水泥价格上调 10-20 元/吨，淮安和宿迁等地低标号价格上调 10-20 元/吨，下游需求继续恢复，企业发货在 8-9 成，受前期外围停窑限产影响，熟料供应仍旧偏紧，库存处在低位。

3) 浙江省：浙江杭绍地区水泥价格平稳，9 月中旬，雨水天气较多，下游需求受到影响，企业发货在 8-9 成，库存一直处在低位，价格继续保持稳定。宁温台地区水泥价格保持平稳，阴雨天气较多，加之外来低价水泥不断增加，本地企业发货不足，多在 8-9 成，价格上调计划推迟至 9 月 25 日，据了解，由于与辽宁外来水泥价差较大，部分企业上调价格意愿不强。金衢丽地区水泥价格稳定，剔除雨水天气，下游需求已经恢复正常水平，企业熟料库存在 30%-40% 低位，但前期价格上调后，该区域价格相对较高，短期内企业暂无涨价计划。

4) 安徽省：安徽合肥地区部分企业袋装价格上调 10-20 元/吨，受外围停窑限产影响，该地企业库存一直维持在正常水平，加之前期外围六安和安庆等外围价格上调，带动合肥价格趋强运行。铜陵地区水泥价格上调 20 元/吨，部分企业磨机检修，水泥供应减少，以及熟料库存偏低，价格跟随上行。北部亳州和宿州等地区水泥价格上调 20 元/吨左右，受前期外围停窑限产影响，库存一直处在低位，近期水泥需求明显回升，企业发货能达 9 成。

5) 江西省：江西南昌地区水泥价格上调后趋稳运行，下游需求稳定，企业发货能达产销平衡，库存在 40%-50%。据了解，赣西地区其他水泥企业价格已经陆续跟随上调，需求相对稳定，企业发货在 9 成或产销平衡，库存多在 50% 左右。赣东北地区水泥价格稳定，价格上调后，下游需求表现依旧较好，企业发货能达产销平衡，库存有所下降，目前多在 30%-40%。

6) **福建省**: 福建福州、三明和闽南部分企业价格下调 15-20 元/吨, 受台风天气影响, 下游需求明显下滑, 企业发货疲软。另外, 三季度水泥企业停窑限产执行情况不佳, 原计划每条窑停产 20 天, 目前执行停产尚不足 10 天, 导致企业库存持续走高, 部分已经库满, 预计后期其他企业价格会跟随下行。

6) **山东省**: 山东济南、淄博和泰安等地区水泥价格上调 20-30 元/吨, 累计上调 40 元/吨, 下游需求继续恢复, 企业发货能达 8-9 成。另外, 前期停窑限产 20 天, 企业库存得到消化, 目前熟料库存仅在 30%-40%, 企业上调价格较为积极。

■ **本周中南地区水泥均价 453 元/吨 (持平)**

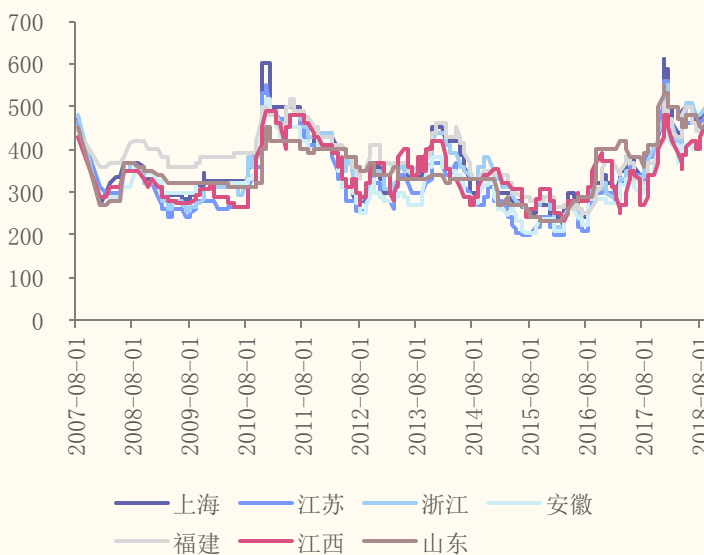
1) **广东省**: 广东珠三角地区水泥价格平稳, 受台风天气影响, 雨水天气频繁, 下游需求清淡, 企业发货减少, 部分企业停窑检修, 库存保持在正常水平, 预计后期天气放晴后, 需求将得到较快恢复, 大企业报价坚挺。

2) **广西省**: 广西贺州水泥价格上调 20-30 元/吨, 进入 9 月份, 有重点工程支撑, 下游需求好转, 企业发货能达 9 成或产销平衡, 加之前期水泥企业停窑限产, 库存处在偏低水平, 企业主动推涨价格。南宁和崇左地区水泥价格稳定, 东博会过后, 水泥需求恢复迅速, 企业发货在 8-9 成甚至产销平衡, 库存在 50%-60%。贵港和玉林地区水泥价格平稳, 下游需求表现较好, 企业发货基本能达正常水平, 库存在 40%-50%。

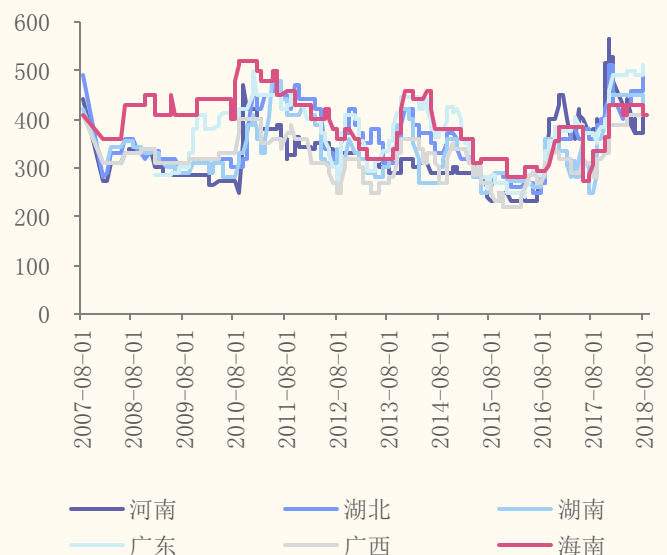
3) **湖南省**: 湖南岳阳和张家界地区水泥价格继续上调 30 元/吨, 下游需求继续恢复, 企业发货基本能达产销平衡, 加之水泥企业停窑限产, 熟料库存较低, 价格再次上行。长株潭地区水泥价格平稳, 下游需求好转, 企业发货在 8 成左右, 且水泥企业执行停窑限产情况较好, 库存得到消化, 在外围价格陆续上调情况下, 部分企业有跟随上调意愿。

4) **湖北省**: 湖北武汉及鄂东水泥价格公布上调 30 元/吨, 据了解, 价格上调暂未落实。9 月底, 大企业有继续推涨价格计划, 下游需求比较稳定, 企业发货能达 9 成或产销平衡。另外, 前期水泥企业一直在停窑限产, 熟料库存处在低位, 市场供应略显偏紧, 前期价格上调后, 绝对价格较高, 部分企业满足利润水平, 跟涨意愿不强。鄂西荆门、襄阳和宜昌等地水泥价格上调后暂稳运行, 下游需求环比增加 10%左右, 企业发货在 9 成上下, 库存多处低位。

图表 30: 本周华东地区水泥均价 475 元/吨 (+4 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 436 元/吨 (+2 元/吨)**

1) **四川省**：四川成都地区水泥价格上调后保持平稳，下游需求继续恢复，企业发货环比增加 5%，日发货能达 8 成，库存继续保持中等或偏低水平，后期企业有继续推涨价格意愿。

2) **重庆市**：重庆主城区水泥价格推涨 30 元/吨，渝西和渝东水泥价格以稳为主。下游需求好转，企业发货能达 8 成，加之部分企业停窑限产，库存多在正常水平。据了解，渝西和渝东个别企业公布价格上调 20-30 元/吨，但新价格尚未有成交，后期待确认。

3) **贵州省 (+50 元/吨)**：贵州贵阳和遵义等地区水泥价格上调已经落实到位，主要是由于 9 月份水泥企业停窑限产 10-15 天，库存得到消化，目前多在正常水平。据了解，下游需求相对稳定，企业发货在 8 成左右。铜仁、黔东南和黔西南水泥价格跟随上调 30 元/吨，外围价格大幅拉涨，带动本地企业价格上行。

4) **云南省**：云南普洱和德宏水泥价格上调 30 元/吨左右，雨水天气减少，下游需求环比增加 10%-20%，企业发货能达 7 成，加之水泥企业一直在停窑限产，库存多在中等水平。昆明地区水泥价格保持平稳，雨水天气稍多，下游需求一般，企业发货在 6-7 成，虽然部分企业正在停产，库存仍旧呈上升态势，目前 60%-70%。

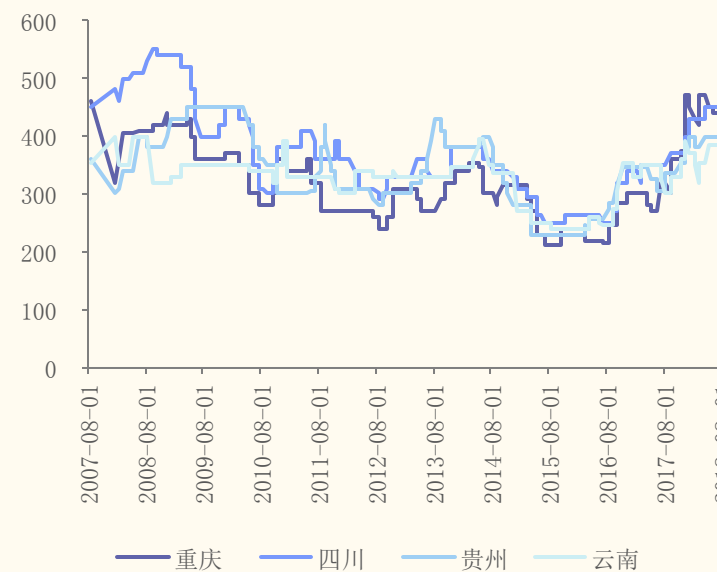
■ **本周西北地区水泥均价 385 元/吨 (+6 元/吨)**

1) **甘肃省**：甘肃兰州地区水泥价格平稳，前期价格走低后，受新开工项目较少影响，水泥需求仍旧不佳，企业发货在 7 成左右，水泥企业一直进行停窑限产，库存维持在 50%-60%。陇南和平凉地区水泥价格稳定，散装需求稳定，民用袋装市场需求略有增加，企业整体发货能达 9 成，库存中等水平。

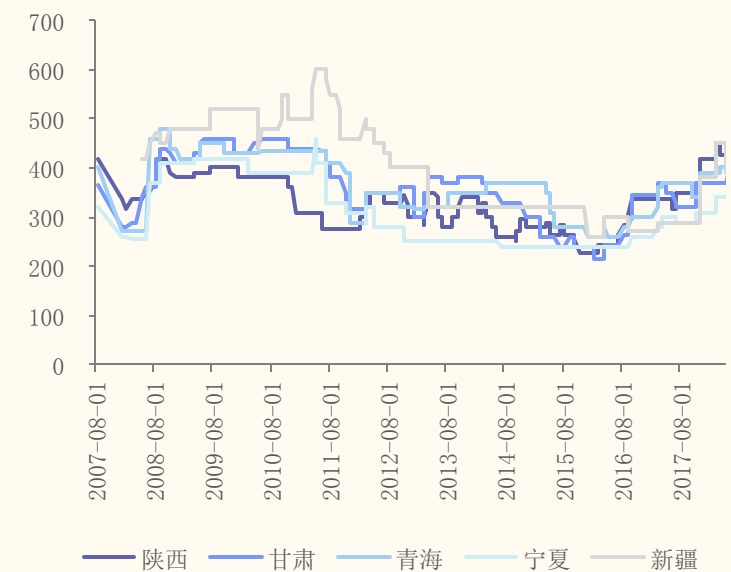
2) **陕西省**：陕西关中地区水泥价格上调 30 元/吨，下游需求略有回升，企业发货在 7 成左右，水泥企业仍在进行停窑限产，库存有所消化，主导企业上调价格意愿较强。榆林地区水泥价格暂稳，工程和搅拌站开工率偏低，下游需求清淡，企业发货在 6 成左右，库存继续偏高运行。

3) **宁夏回族自治区**：宁夏水泥价格稳定，企业将在 12 月 1 日至次年 3 月 10 日实施错峰生产，停产日期与去年不同，但停产天数相同。

图表 32：本周西南地区水泥均价 436 元/吨 (+2 元/吨)



图表 33：本周西北地区水泥均价 385 元/吨 (+6 元/吨)



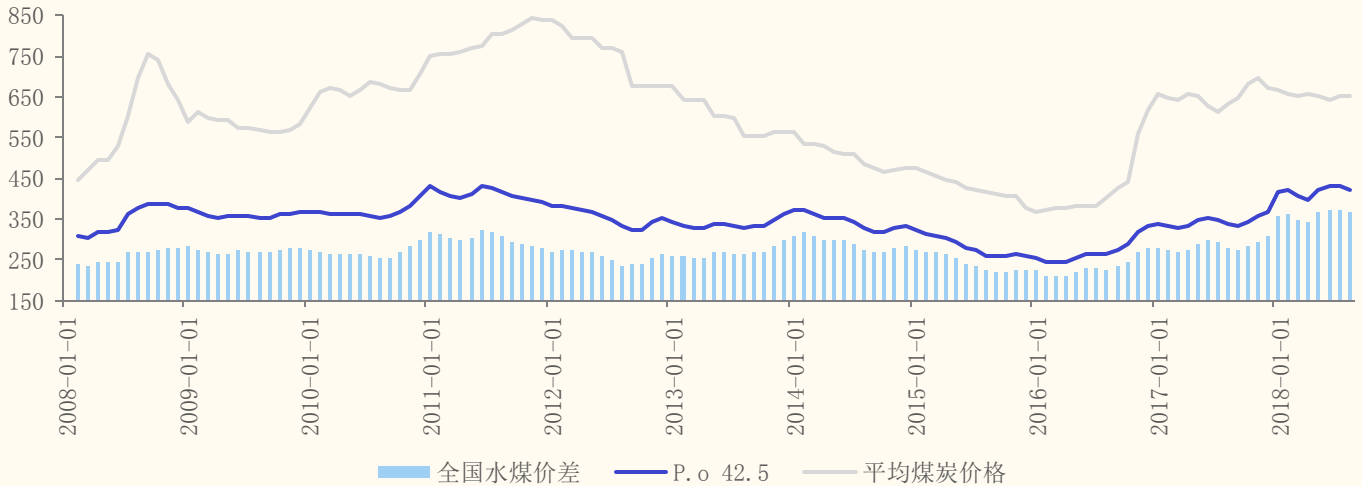
来源：wind，国金证券研究所

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

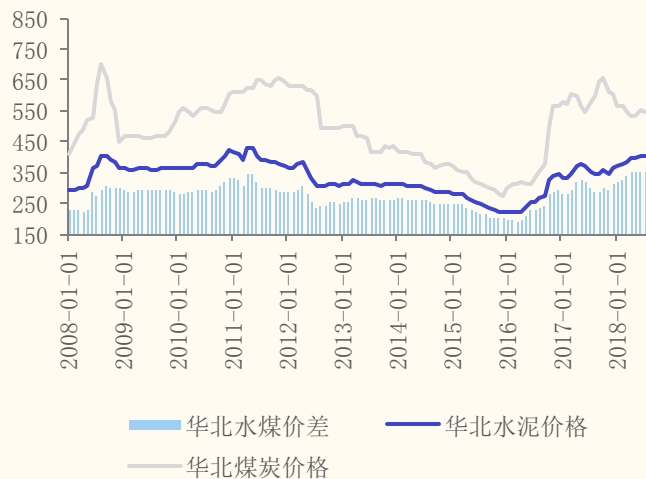
- 全国水煤价差处高位震荡，西南地区相较于上月降幅最小，东北地区受水泥价格下调影响降幅最大，中南、西南地区同比增长最大。8月全国水煤价差为344元/吨，相较于上月-22元/吨，同比+26%。其中华北地区8月水煤价差349元/吨，相较于上月-4元/吨，同比+20%；东北地区8月水煤价差327元/吨，相较于上月-74元/吨，同比+3%；华东地区8月水煤价差341元/吨，相较于上月-39元/吨，同比+34%；中南地区8月水煤价差374元/吨，相较于上月-3元/吨，同比+36%；西南地区8月水煤价差365元/吨，相较于上月持平，同比+36%；西北地区8月水煤价差348元/吨，相较于上月-2元/吨，同比+22%。

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%



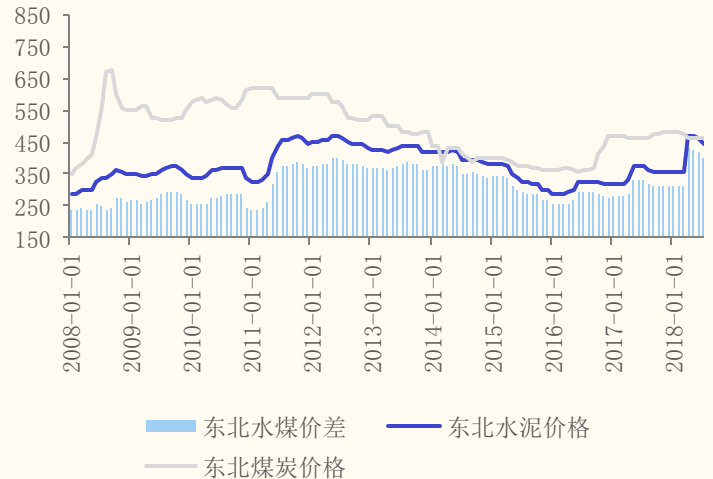
来源：wind，国金证券研究所

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%）



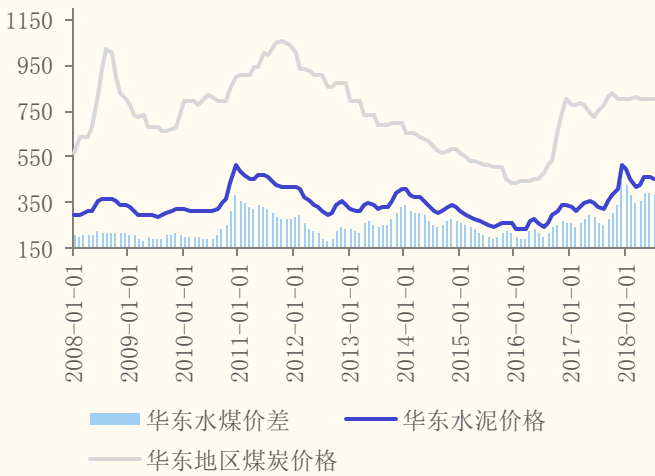
来源：数字水泥，国金证券研究所

图表 36：东北地区8月水煤价差327元/吨（相较于上月-74元/吨，同比+3%）



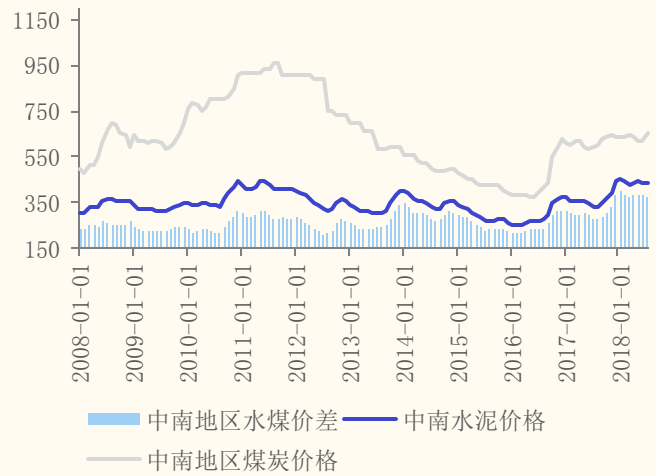
来源：数字水泥，国金证券研究所

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%)



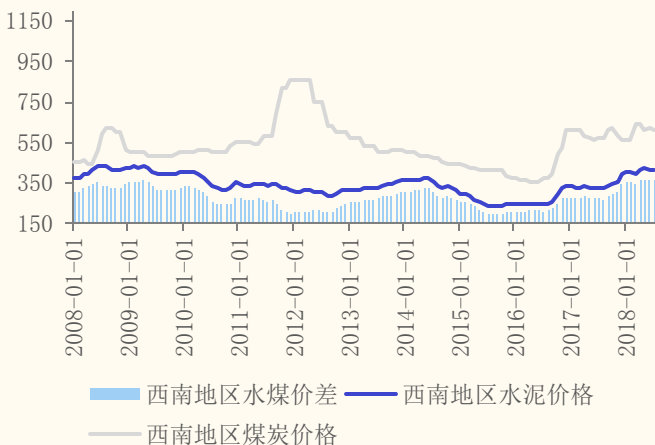
来源: 数字水泥, 国金证券研究所

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%)



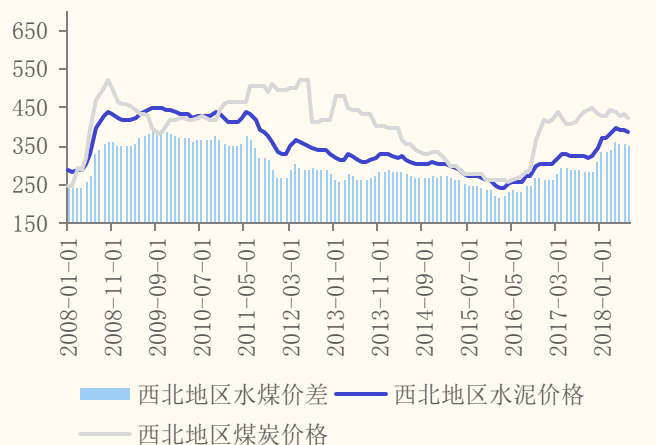
来源: 数字水泥, 国金证券研究所

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、产能

- 恒大研究院任泽平解读 8 月经济金融数据表示, 供给侧结构性改革的去产能和去库存任务已经基本完成, 去杠杆行至中盘、转入稳杠杆, 未来政策重心应加大降成本和补短板。宏观政策要放水养鱼, 与民休息, 轻徭役重民利。(财联社)

2、砂石

- 近日, 云南省人民政府在昆明召开的新闻发布会宣布, 《云南省人民政府关于实施安全工程三年行动计划(2018—2020 年)的意见》已于近日印发实施。全面清理环境敏感区采石(砂)场; 淘汰关闭临时小型采石(砂)场, 大力整治破坏生态环境违法矿山。到 2020 年底砂石等非煤矿山总数(持安全生产许可证矿山和基建矿山)从目前的 4366 座减少到 3900 座以内, 意味着将减少砂石等矿山超 1466 座。(中国砂石协会)

3、水泥

- 工信部原材料工业司在成都召开了建材行业高质量发展工作座谈会。与会代表交流了各地 2018 年 1-8 月建材工业经济运行情况，座谈了水泥、平板玻璃行业去产能情况，新建项目建设及产能置换办法执行情况，错峰生产执行情况和产业扶贫项目落实情况等，分享了推进供给侧结构性改革的典型经验，提出了促进建材行业高质量发展的措施建议。(财联社)
- 日前，贵州省水泥协会发布《关于开展 2018 黔中地区水泥行业“蓝天保卫行动”的通知》，根据贵州省 2018 黔中地区水泥秋季错峰停窑生产方案，黔中地区所有水泥熟料生产线错峰生产 9 月至 11 月累计不少于 30 天，其中 9 月 30 日以前为第一阶段，错峰停窑时间不少于 15 天/条，11 月 15 日以前为第二阶段，错峰停窑时间不少于 15 天/条。(财联社)

4、水利

- 9 月 18 日发改委表示，全力加快水利在建项目的建设力度。中央预算内水利投资将继续重点支持 172 项重大水利工程建设，以及符合中央预算内投资支持方向、正在实施的有关水利专项规划和方案。推动加快建设引江济淮、滇中引水、珠江三角洲水资源配置、碾盘山水利枢纽、向家坝灌区一期工程等重大水利工程，尽快补齐中小河流治理等薄弱环节的短板。(财联社)
- 推动长江经济带发展领导小组办公室会议 18 日在北京召开。会议指出，牢牢抓住长江生态环境保护修复这一重点任务，坚决打好长江保护修复攻坚战；加快构建综合立体交通走廊，着力提升黄金水道整体效能；要在提前认真谋划明年工作要点和下一步长江经济带发展工作上下功夫，充分利用好今年剩余的三个多月时间，保质保量完成今年各项任务，同时把明年工作要点和下一步工作重点研究好、谋划好。(财联社)

5、公司

图表 41：水泥制造公司要闻

| | 公司 | 内容 |
|--------|------|--|
| 申万水泥公司 | 青龙管业 | 公司拟以现金购买水利设计院不低于 51% 股权。 |
| | 四川金顶 | 公司于 2018 年 9 月 18 日（星期二）起复牌。 |
| | 青松建化 | 1) 公司的控股子公司新疆青松投资集团获第四笔搬迁补偿金 9800 万元，已累计获得搬迁补偿金 7.78 亿元； 2) 公司以 625.77 万元将阿克苏青松物流有限责任公司 82% 的股权转让给哈密进胜物流运输有限公司。 |
| 其他 | 冀东水泥 | 金隅集团出价 11.68 元/股要约收购公司 5% 股份。 |
| | 国统股份 | 公司与洪雅县交通运输局解除交通基础设施建设工程 PPP 项目合同。 |
| | 中航三鑫 | 公司子公司签订老虎坑垃圾焚烧发电厂三期项目幕墙工程施工合同，工期 180 天，金额 2.24 亿元。 |
| | 万邦德 | 公司以 9550 万元竞得温岭市 CD060106 地块，面积为 9.14 万平方米。 |
| | 坚朗五金 | 公司签订坚朗五金华北生产项目投资协议书，开工后 12 个月内完成首期项目竣工投产，总投资约 5.5 亿元。 |

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，各地频现私自开工，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