

建筑材料

证券研究报告
2019年11月19日

水泥涨价再超预期，有望高价进入 Q1

不可忽视的河南涨价

四季度河南价格超预期上涨，供给收缩年底需求释放是主因，接下来进入错峰期，供给预期继续收缩。缺乏直接可投资 A 股标的是河南、山东持续低关注的原因，但我们提示中部地区是高价、低价区域的屏障、缓冲地带，中部价格提振有利全国价格中枢上提，高价区的盈利稳定性也会直接受益。

①先观察时点价格，河南价格在全国拔得头筹。当前郑州高标价率先进入 600 时代，达到 610 元/吨，其次才是传统热门地区，例如广州 575 元/吨，杭州 570 元/吨。吨价格同比角度，郑州 (+50 元)，广州 (+55 元)，杭州 (持平)，而合肥 (-80 元)，南京 (-30 元)，上海 (-70 元)，其他较为突出的区域包括乌鲁木齐 (+90 元)、石家庄 (+90 元)。

②再看涨价过程，缺乏规律性，核心是环保管控导致供给短缺。郑州高标散企出厂价普遍 600 元/吨以上，最高累计涨幅超过 150 元/吨，供应不足吸纳周边河北、山西、陕西、湖北和安徽等地熟料及水泥流入补充，同样引起周边市场涨价。

③第三步看库存，截止 11 月 15 日，河南水泥库存：郑州(30%)、新乡(30%)、南阳(35%)、安阳(40%)，比 10 月下旬短期大幅下降 20-30 个百分点，同比去年下降 5-20 个百分点。

④第四步看区域价格阶梯差。经过对比发现，郑州与西安、太原价差较大，最近 4 年，分别高出 50、100 元以上，是阻挡中部低价水泥流入东部高价区的隐形屏障。郑州与杭州的价差大部分时间都在 50 以上，与安徽、山东逐步缩小差距甚至超过后者，与南京对比波动较大，18-19 年逐步缩小差距。与河北比较，大部分时间超过后者。与湖北对比，大部分时间价差在 40 以上。我们总结规律或者现象为，河南作为中部地区，与东部、中部的高价区价差较为稳定，大部分时间高于北部邻省且价差稳定，河南具备“承上启下”的作用，这点在山东也体现较为明显。

南方旺季表现超预期

9 月以来，除河南外，华东、华南、湖北价格继续超预期。华东地区以浙江、福建、江西表现最为突出，福建、江西目前部分地区已经涨价超过 6 轮，江西正酝酿第 7 轮，浙江、华南已涨 4 轮。其中，浙江地区，杭州高标水泥价格 570 元/吨，比涨价前(8 月下旬)提高 90 元/吨。同比追平。四季度至今均价 547 元/吨，同比提高 8 元，三季度均价 495 (同比下降 9 元)，四季度目前已高出三季度 51 元(去年同期+52 元)，18Q4 整体环比 Q3 提高 90 元。另外提示，11 月下旬浙江省有关部门可能为完成全年能耗下降指标，要求水泥企业配合临时停产，旺季降低库位供给端预期偏紧。

价格超预期原因：①前期雨水多需求积压，下半年得到释放，具体表现在江西、湖南、两广、福建。海螺水泥国内熟料产能中，江浙沪占比 42%，而另有 30% 产能分布在广东+广西+湖南+江西。万年青熟料产线均在江西，华新国内 20% 熟料产能分布在湖南、广东、河南，塔牌产能分布在粤东、福建，上峰 73% 产能分布在安徽与浙江。②今年春节更早(1 月 25 日)，叠加 9 月工期受大庆影响，整体下游需求在 10 月-1 月中旬集中，时间短有赶工现象。③南方地区今年天晴少雨，温度适宜，有利施工；④房地产新开工、施工增长并保持韧性；⑤河南山东供给收缩超预期，抬高中部价格吸收外围低价水泥，牢固全国价格梯度。如果后续天气表现正常，不排除价格继续上行，四季度均价有望超过去年，并以高基数计入一季度，继续贡献价格弹性。基于此，我们持续推荐塔牌集团、海螺水泥、上峰水泥、祁连山、万年青、华新水泥。

风险提示：天气变化不及预期；明年房地产需求变化不及预期。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com
李阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519060001
yanglitf@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:水泥价格大涨，关注板块相关投资机会》2019-11-17
- 《建筑材料-行业点评:基建预期向上，地产链条单月数据优异》2019-11-14
- 《建筑材料-行业研究周报:北方赶工南方续旺，当前可重点关注华南水泥市场》2019-11-10



1. 不可忽视的河南涨价

结论：四季度河南价格超预期上涨，供给收缩年底需求释放是主因，接下来进入错峰期，供给预期继续收缩。缺乏直接可投资 A 股标的是河南、山东持续低关注的原因，但我们提示中部地区是高价、低价区域的屏障、缓冲地带，中部价格提振有利全国价格中枢上提，高价区的盈利稳定性也会直接受益。

先观察时点价格，河南价格在全国拔得头筹。当前郑州高标率先进入 600 时代，达到 610 元/吨，其次才是传统热门地区，例如广州 575 元/吨，杭州 570 元/吨。吨价格同比角度，郑州 (+50 元)，广州 (+55 元)，杭州 (持平)，而合肥 (-80 元)，南京 (-30 元)，上海 (-70 元)，其他较为突出的区域包括乌鲁木齐 (+90 元)、石家庄 (+90 元)。

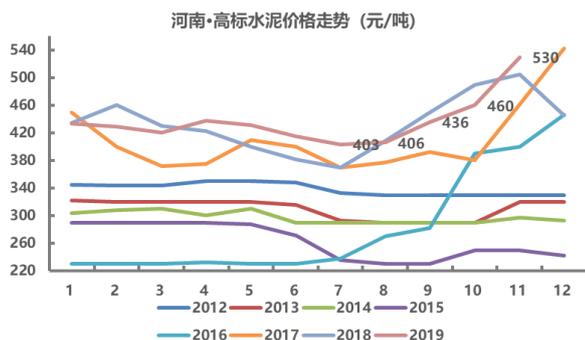
再看涨价过程，缺乏规律性，核心是环保管控导致供给短缺。涨价过程起起伏伏，核心围绕环保管控节奏，落实情况有较大不确定性。例如 7 月底因环保停窑 30% 上调 30 元/吨，9 月初因 26 条产线错峰上涨 30 元/吨，9 月中旬因民族运动召开需求较差郑州部分企业累计下调 50 元/吨，9 月底因大庆停产 8 天再次上调 30 元/吨，但并未落实，随后部分地区从 10 月 18 日开始进入 6 天的重污染橙色预警响应，供需双限，10 月 24 日恢复生产后工程赶工，熟料低库，叠加交通管制，价格上涨 20-30 元/吨，但紧接着 11 月 1 日再次开始环保限产，72 条熟料线仅 6 条运行，本地缺货工程开始向山西、河北进货，部分企业继续上调 20-30 元/吨，在 11 月 10 日结束管控后，15 日再次因重污染天气预警 50% 企业进入停窑限产，触发水泥价格进一步上调，郑州高标散企出厂价普遍 600 元/吨以上，**最高累计涨幅超过 150 元/吨**，供应不足吸纳周边河北、山西、陕西、湖北和安徽等地熟料及水泥流入补充，同样引起周边市场涨价（至少是诱因），例如 11 月 14 日河北石家庄、邯郸和邢台地区水泥价格上调 40-70 元/吨，安徽皖北亳州和宿州地区水泥价格连续上调 20-30 元/吨，累计达 50-80 元/吨，11 月 13 日湖北鄂西北地区水泥价格上调 20-30 元/吨。

图 1：河南市场涨价过程跌宕起伏



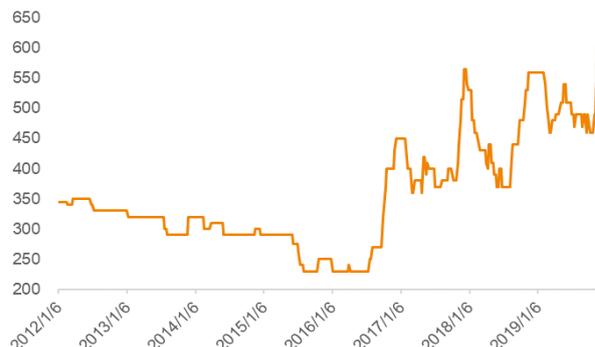
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 2：郑州价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 3：郑州价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

第三步看库存，截止 11 月 15 日，河南水泥库存：郑州（30%）、新乡（30%）、南阳（35%）、安阳（40%），比 10 月下旬短期大幅下降 20-30 个百分点，同比去年下降 5-20 个百分点。而今年由于年中小淡季如期出现，以及突发停产较少，各地区库存普遍高于去年，在明显低于去年的地区中，仅河南新乡达到低于 20 个百分点。

图 4：2019 年郑州、新乡、南阳、安阳水泥库存走势（%）

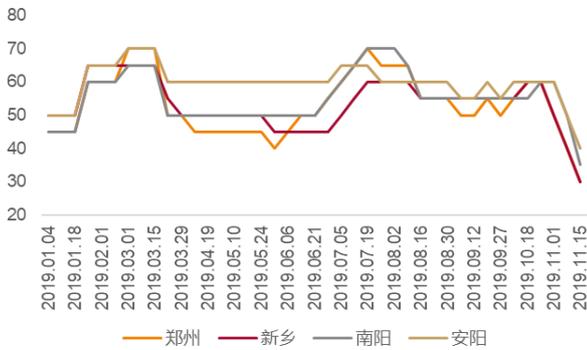
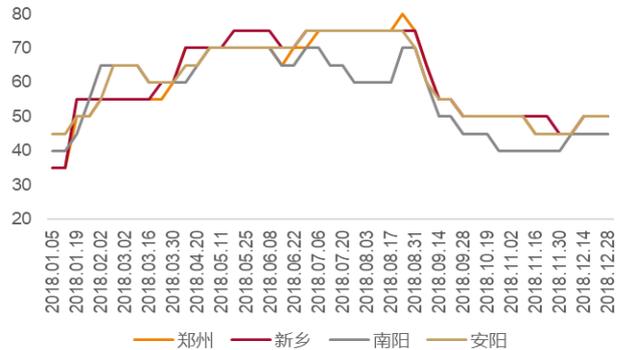


图 5：2018 年郑州、新乡、南阳、安阳水泥库存走势（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

第四步看区域价格阶梯差。我们统计 2010-2019 年郑州高标均价与邻省（省会价格）的差距。考虑到下半年旺季一般从 9 月开始，因此我们对 9 月-12 月区间均价，2019 年以 9 月至 11 月 15 日区间均价表示。（考察对象是阶段性均价）

经过对比发现，郑州与西安、太原价差较大，最近 4 年，分别高出 50、100 元以上，是阻挡中部低价水泥流入东部高价区的隐形屏障。郑州与杭州的价差大部分时间都在 50 以上，与安徽、山东逐步缩小差距甚至超过后者，与南京对比波动较大，18-19 年逐步缩小差距。与河北比较，大部分时间超过后者。与湖北对比，大部分时间价差在 40 以上。我们总结规律或者现象为，河南作为中部地区，与东部、中部的高价区价差较为稳定，大部分时间高于北部邻省且价差稳定，河南具备“承上启下”的作用，这点在山东也体现较为明显。

表 1：郑州与相邻区域价格差异（郑州价格减去邻省价格，元/吨）

时间段	石家庄	西安	太原	武汉	合肥	济南	南京	杭州
2019 年 9 月至今	-13	50	112	-48	7	-5	-10	-53
2018 年 9-12 月	72	79	141	-10	3	2	-14	-41
2017 年 9-12 月	40	76	134	29	62	-1	15	13
2016 年 9-12 月	29	58	126	38	101	19	84	79
2015 年 9-12 月	43	-1	33	-42	12	9	14	-33
2014 年 9-12 月	8	27	29	-58	-8	-30	11	-59
2013 年 9-12 月	1	-22	9	-63	-43	-36	-31	-90
2012 年 9-12 月	54	-1	34	-47	37	-26	29	-1
2011 年 9-12 月	-2	68	-3	-98	-63	-54	-68	-94
2010 年 9-12 月	-9	-7	-36	6	-60	1	-53	-56

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

第五步观察需求，单看本地地产新开工与施工表现较为强劲，例如 2019 年 1-10 月河南房屋新开工、施工面积同比增速分别为 16.8%、7.7%。全国平均分别为 10%、9%。

临近年末错峰生产如期进行，供给继续保持收缩态势。例如郑州近期发布《2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，水泥行业要在 2019 年 11 月 1 日至 12 月 31 日，以及 2020 年 2 月 1 日至 3 月 31 日停窑。山东省发布《关于组织实施 2019-2020 年度重点行业秋冬季差异化错峰生产的通知》，实施时间原则为 2019 年 11 月 15 日至 2020 年 3 月 15 日。

A 股水泥板块中河南区域缺直接投资标的，同力水泥现已改变简称城发环境，山东市场同

样缺少 A 股标的，这是河南、山东市场一直缺乏重视的原因。但我们提示中部是高低价区域的屏障，中部价格提振有利全国价格中枢上提。

2. 南方旺季表现再超预期

9 月以来，除河南外，华东、华南、湖北价格继续超预期。华东地区以浙江、福建、江西表现最为突出，福建、江西目前部分地区已经涨价超过 6 轮，浙江、华南涨价 4 轮。

江西地区，根据执行到位情况，南昌和九江等地平均累计涨幅 100-120 元/吨。截止 11 月 15 日，南昌高标水泥价格 520 元/吨，比涨价前（8 月 30 日）提高 130 元/吨。同比提高 10 元。四季度至今均价 507 元/吨，同比提高 23 元，三季度均价 406（同比下降 22 元），四季度目前已高出三季度 101 元（去年同期提高 55 元），18Q4 整体环比提高 68 元。赣东北靠近浙江，涨价节奏更受外围市场影响，截止目前，赣东北累计上涨 6 轮，库存 40%左右，企业发货平衡或销大于产，现在不断外运，现在酝酿第七轮上涨。

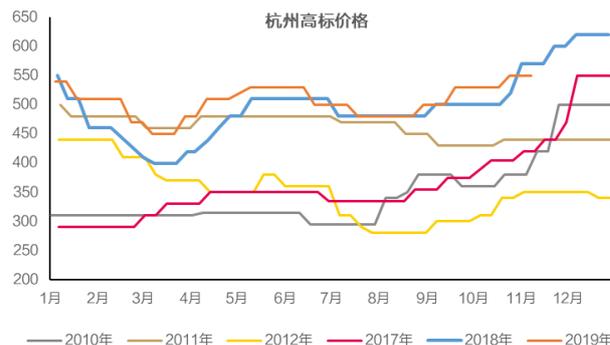
浙江地区，杭州高标水泥价格 570 元/吨，比涨价前（8 月下旬）提高 90 元/吨。同比追平。四季度至今均价 547 元/吨，同比提高 8 元，三季度均价 495（同比下降 9 元），四季度目前已高出三季度 51 元（去年同期+52 元），18Q4 整体环比 Q3 提高 90 元。另外提示，11 月下旬浙江省有关部门可能为完成全年能耗下降指标，要求水泥企业配合临时停产，旺季降低库位供给端预期偏紧。

图 6：南昌高标价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 7：杭州高标价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

湖南地区，截止 11 月 15 日，长沙高标水泥价格 485 元/吨，比涨价前（8 月中旬）提高 100 元/吨，同比下降 5 元。四季度至今均价 485 元/吨，同比提高 10 元，三季度均价 411（同比下降 33 元），四季度目前已高出三季度 74 元（去年同期+31 元），18Q4 整体环比 Q3 提高 39 元。

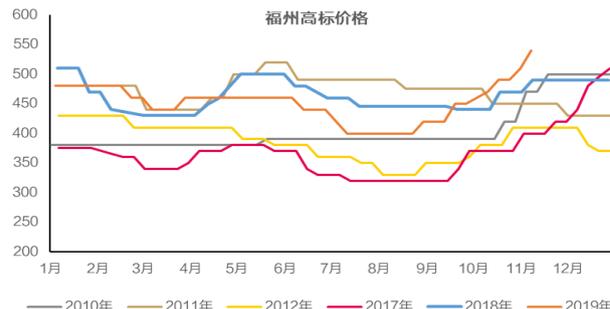
福建地区，福州高标水泥价格 540 元/吨，比涨价前（8 月下旬）提高 140 元/吨，同比提高 50 元。四季度至今均价 507 元/吨，同比提高 35 元，三季度均价 414（同比下降 33 元），四季度目前已高出三季度 93 元（去年同期+25 元），18Q4 整体环比 Q3 提高 34 元。福州、宁德、三明第六轮涨价正在进行中。

图 8：长沙高标价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 9：福州高标价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

价格超预期原因：

- 前期雨水多需求积压，下半年得到释放，具体表现在江西、湖南、两广、福建等地，海螺水泥国内熟料产能中，江浙沪占比 42%，而另有 30%产能分布在广东+广西+湖南+江西。万年青熟料产线均在江西，华新国内 20%熟料产能分布在湖南、广东、河南，塔牌产能分布在粤东、福建，上峰 73%产能分布在安徽与浙江。
- 今年春节更早（1月25日），叠加9月工期受大庆影响，整体下游需求在10月-1月中旬集中，时间短有赶工现象。
- 南方地区今年天晴少雨，温度适宜，有利施工。
- 房地产新开工、施工增长并保持韧性。
- 河南山东供给收缩超预期，抬高中部价格吸收外围低价水泥，牢固全国价格梯度。

如果后续天气表现正常，不排除价格继续上行，四季度均价有望超过去年，并以高基数计入一季度，继续贡献价格弹性。基于此，我们持续推荐塔牌集团、海螺水泥、上峰水泥、祁连山、万年青、华新水泥。

（表格含义：海螺水泥在江西的熟料产能 / 公司整体熟料产能=4%）

表 2：部分龙头企业熟料产能在公司内部结构性占比情况（国内）

	江西	湖南	广西	广东	江浙皖	福建	河南
海螺水泥	4%	10%	8%	8%	42%	-	-
塔牌集团	-	-	-	73%	-	27%	-
华新水泥	-	13%	-	3%	-	-	3%
万年青	100%	-	-	-	-	-	-
上峰水泥	-	-	筹建	-	73%	-	-

资料来源：中国水泥网，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com