

建筑材料及新材料

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

水泥新国标有哪些影响？

► 水泥新国标多方面要求提升

《通用硅酸盐水泥》（标准号：GB 175-2023）于2024/6/1正式实施。相较于2008/6/1实施的旧国标，新国标由“条文强制”转变为“全文强制”，要求熟料/石膏/混材的生产配比必须满足条款规定，我们预计将提高单位水泥熟料的实际用量，以及水泥组分等/产品性能等提出了更规范/边际更高的要求，对行业发展预计有长期的积极影响。新国标亦与时俱进增加了相关产品安全类指标如溶于水溶性铬及放射性核素有新增要求。

► 新国标对水泥组分和质量要求更严格，或将提高水泥生产成本

新国标的实施将提高水泥生产成本：1) 我们用熟料/水泥产量比例衡量熟料质量占比，2018年以来熟料质量占比基本维持在66%左右，我们预计新国标实施后水泥中熟料质量占比将提高至少10pct。2) 新国标对混合材料的组分以及质量要求更为严格，混合材料单位成本或有所增加。我们对水泥生产成本进行弹性测算，中性情境（水泥熟料占比提升10pct、混合材单位成本提升5%）预计新国标实施将提升水泥单吨原材料成本20.2元。

► 新国标或有助于提升熟料产能利用率，或有助于加速行业优胜劣汰

我们预计新国标实施对水泥行业会有两个重要影响：1) 新国标的实施或将提高单位水泥熟料用量以及熟料产能利用率，对边际缓解熟料产能过剩幅度或有一定积极影响；2) 前期部分水泥企业/粉磨站为了降低成本，替代材料等使用不规范以降低成本，新国标实施后该类主体水泥生产成本提升或更明显，进一步拉大水泥企业间成本差异，或边际加速行业优胜劣汰。

► 投资建议：行业筑底，关注政策/企业等积极变化

我们预计短期水泥行业景气度延续承压，但当前或接近行业底部区域盈利水平，近期行业呈“淡季不淡”特征。建议更多关注政策、行业、企业多方面积极变化。政策方面建议关注支撑供给持续出清的后续相关内容；行业层面关注企业区域协同、行业兼并购优化供给格局等；企业方面关注新业务/出海方面布局进展及重要增量贡献。建议关注盈利接近底部区域/潜在政策或有积极影响的区域水泥龙头。建议关注海螺水泥、华新水泥等。

风险提示：新国标执行效果不及预期的风险；水泥行业竞争加剧的风险；原材料成本上涨的风险。

相对大盘走势



作者

分析师：武慧东

执业证书编号：S0590523080005

邮箱：wuhd@glsc.com.cn

分析师：朱思敏

执业证书编号：S0590524050002

邮箱：zhusm@glsc.com.cn

相关报告

- 《建筑材料：24Q2前瞻：需求支撑预计较弱》
2024.07.07
- 《建筑材料：地产链静待曙光，非地产关注玻纤/药包材等——建材行业2024年度中期投资策略》
2024.06.18

正文目录

1. 水泥新国标多方面要求提升	3
1.1 性质：标准变更为“全文强制”，单位水泥熟料用量或提升	4
1.2 原材料：新国标要求更贴合实际，替代混合材使用约束增加.....	5
1.3 强度等级：增加高标、减少低标	7
1.4 技术要求：新国标增加安全类指标，强度指标统一且要求提高.....	7
2. 新国标或边际改善熟料产能利用率及加速行业优胜劣汰	8
2.1 新国标实施或将提升水泥生产成本	8
2.2 新国标或边际改善熟料产能利用率及加速行业优胜劣汰.....	9
3. 投资建议：行业筑底，关注政策/企业等积极变化	9
4. 风险提示	11

图表目录

图表 1：水泥新国标和旧国标规定对比	3
图表 2：国内熟料/水泥产量比例变化情况	5
图表 3：新国标通用硅酸盐水泥的组分要求及与旧国标差异	6
图表 4：新国标复合硅酸盐水泥的组分要求及与旧国标差异	6
图表 5：新国标和旧国标对水泥物理性能规定对比表	8
图表 6：新国标通用硅酸盐水泥不同龄期强度要求	8
图表 7：新国标对水泥生产成本影响的弹性测算	9
图表 8：水泥上市公司 2024Q1 收入和利润情况（单位：亿元）	10
图表 9：海螺水泥近 10 年 PE_ttm 变化	10
图表 10：海螺水泥近 10 年 PB_lf 变化	10
图表 11：华新水泥近 10 年 PE_ttm 变化	10
图表 12：华新水泥近 10 年 PB_lf 变化	10

1. 水泥新国标多方面要求提升

2007/11/9 国标委发布《通用硅酸盐水泥》(标准号: GB 175-2007)(以下简称“旧国标”),并于 2008/6/1 正式实施;2013 年 11 月国标委下达修订计划,修订工作由中国建材总院负责;标准送审稿于 2019 年 12 月初通过全国水泥标准化技术委员会的审议,报批稿于 2020/4/29-5/29 在工信部网站进行公示。2023/11/27 国标委发布《通用硅酸盐水泥》(标准号: GB 175-2023)强制性国家标准(以下简称“新国标”),并于 2024/6/1 正式实施。相较旧国标,新国标主要对组成成分、强度等级、技术指标、试验方法、检验规则、包装/标志/运输/贮存等 6 个方面进行修订。整体来看,新国标对条文执行力度以及水泥组分、材料、技术要求的规定更为严格,标准体系的设定更加规范化。

图表1: 水泥新国标和旧国标规定对比

项目		新准则	旧准则
分类		分为硅酸盐水泥、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、复合硅酸盐水泥。	
组分	条款性质	强制性条款	非强制性条款
	熟料+石膏板	熟料+石膏板质量分数规定相同	
	主要混合材料 替代混合材料	主要混合材料包含符合相应标准的粒化高炉矿渣/矿渣粉、粉煤灰、火山灰质混合材料。 主要包含石灰石和砂岩。	主要包含非活性混合材料、窑灰。
材料	条款性质	强制性条款	非强制性条款
	硅酸盐水泥熟料	由主要含 CaO、SiO ₂ 、Al ₂ O ₃ 、Fe ₂ O ₃ 的原料,按适当比例磨成细粉,烧至部分熔融,得到的以硅酸钙为主要矿物成分的水硬性胶凝物质。其中硅酸钙矿物含量(质量分数)不小于 66%,CaO 和 SiO ₂ 质量比不小于 2.0。	
	石膏	天然石膏应符合 GB/T 5483 规定的 G 类石膏或 M 类混合石膏,品位(质量分数)≥55%。 工业副产石膏应符合 GB/T 21371 规定的技术要求。	天然石膏应符合 GB/T 5483 规定的 G 类或 M 类二级(含)以上的石膏或混合石膏,品位(质量分数)≥75%。 工业副产石膏是以硫酸钙为主要成分的工业副产物,采用前应该经过试验证明对水泥性能无害。
	活性混合材料	取消活性混合材料定义	符合 GB/T 203、GB/T 18046、GB/T 1596、GB/T 2847 标准要求的粒化高炉矿渣、粒化高炉矿渣粉、粉煤灰、火山灰质混合材料。
	非活性混合材料	取消非活性混合材料定义	活性指标分别低于 GB/T 203、GB/T 18046、GB/T 1596、GB/T 2847 标准要求的粒化高炉矿渣、粒化高炉矿渣粉、粉煤灰、火山灰质混合材料,石灰石和砂岩。
	石灰石和砂岩 窑灰	亚甲基蓝值不大于 1.4g/kg -	三氧化二铝含量不大于 2.5% 符合 JC/T 742 的规定
	粒化高炉矿渣/ 矿渣粉	符合 GB/T 203 规定的技术要求。	
	粉煤灰	符合 GB/T 1596 规定的技术要求(强度活性指数、碱含量除外)。粉煤灰中铵离子含量不大于 210mg/kg。	符合 GB/T 1596 规定的技术要求
	火山灰质混合材料	符合 GB/T 2847 规定的技术要求(水泥胶砂 28d 抗压强度比除外)。	符合 GB/T 2847 规定的技术要求
	水泥助磨剂	水泥粉磨时允许加入助磨剂,其加入量应不超过水泥质量的 0.5%,助磨剂应符合 GB/T 26748 规定的技术要求。	水泥粉磨时允许加入助磨剂,其加入量应不大于水泥质量的 0.5%,助磨剂应符合 JC/T 667(已废止)的规定。
强度等级	条款性质	强制性条款	非强制性条款
	普通硅酸盐水泥 复合硅酸盐水泥	分为 42.5、42.5R、52.5、52.5R、62.5、62.5R 六个等级 分为 42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个等级	分为 42.5、42.5R、52.5、52.5R 四个等级 分为 32.5、32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 六个等级
技术要求	化学性质	新旧均为强制性条款,对不溶物、烧失量、三氧化硫、氧化镁、氯离子质量分数规定相同。	

	水泥中水溶性铬	强制性条款, 符合 GB 31893 的要求	-
	碱含量	强制性条款, 按 $w(\text{Na}_2\text{O})+0.658w(\text{K}_2\text{O})$ 计算值表示。当买方要求提供低碱水泥时, 由买卖双方协商确定。	非强制性条款, 按 $\text{Na}_2\text{O}+0.658\text{K}_2\text{O}$ 计算值表示。若使用活性骨料用户要求提供低碱水泥时, 水泥中的碱含量应不大于 0.60%或由买卖双方协商确定。
	凝结时间	新旧均为强制性条款 硅酸盐水泥: 初凝时间应不小于 45min, 终凝时间应不大于 390min。 其他水泥: 初凝时间应不小于 45min, 终凝时间应不大于 600min。	
	安定性	强制性条款, 沸煮法、压蒸法合格	强制性条款, 沸煮法合格
	强度	强制性条款, 对不同品类、各强度等级水泥的强度要求进行统一规定。	强制性条款, 对不同品类、各强度等级水泥的强度规定略有差异。
	细度	强制性条款, 细度要求更宽松, 硅酸盐水泥以表面积表示细度, 其他水泥以筛余表示细度。	非强制性条款, 细度要求更严格, 硅酸盐、普通硅酸盐水泥以表面积表示细度, 其他水泥以筛余表示细度。
	放射性核素限量	强制性条款, 内/外照射指数均不大于 1。	-
试验方法	条款性质	强制性条款	非强制性条款
	具体内容	按 GB/T 12960 进行检测。	由生产者按 GB/T 12960 或选择准确度更高的方法进行。
检验规则	条款性质	强制性条款	除判定规则之外, 其余条款均为非强制性条款
	具体内容	1. 删除“编号及取样”中对 10×104t 以下生产能力的规定; 2. 对出厂检验项目、检验报告规定、验收依据规定、发生质量纠纷时检验机构的规定进行修改; 3. 新增型式检验和检验频次的要求以及判定规则、产品质量证明材料的要求。	
包装	条款性质	强制性条款	非强制性条款
	具体内容	水泥可以散装或袋装。 袋装水泥每袋净含量应不少于标志质量的 99%, 随机抽取 20 袋的总质量应不少于标志质量的 100%。	水泥可以散装或袋装。 袋装水泥每袋净含量为 50kg, 且应不少于标志质量的 99%; 随机抽取 20 袋总质量应不少于 1000kg。
标志、运输与贮存	条款性质	强制性条款	非强制性条款
	具体内容		规定相同

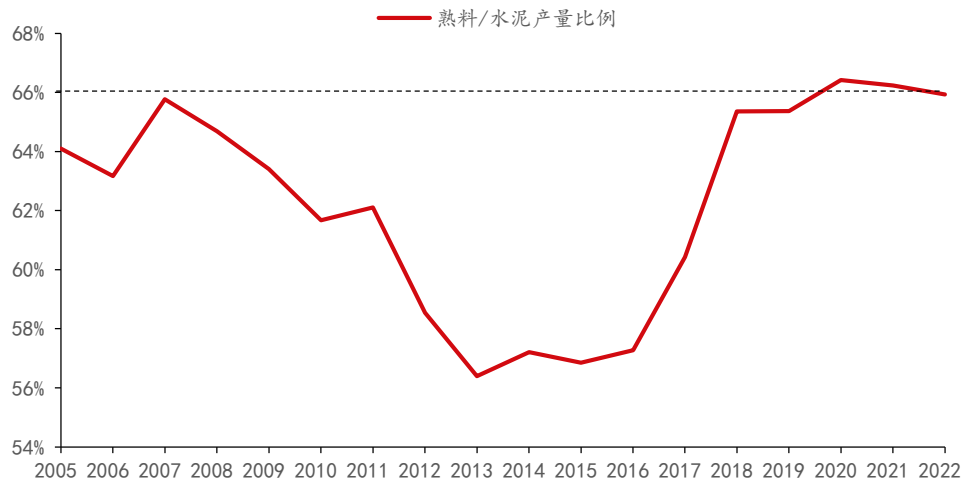
资料来源: 国标委, 国联证券研究所

本节我们对新国标的变化及其影响进行详细探讨。

1.1 性质: 标准变更为“全文强制”, 单位水泥熟料用量或提升

“条文强制”转变为“全文强制”, 对熟料、石膏等原材料的组分以及质量要求更为严格。旧国标为条文强制性标准, 其中化学指标、部分物理指标(包含凝结时间、安定性、强度)、检验结果判定规则为强制性条款, 水泥原材料的组分和质量规定等均为推荐性条款。新国标改为全文强制性标准, 要求熟料、石膏、混合材料的质量分数必须满足条款规定。整体来看, 新国标的实施将提高单位水泥熟料的使用量。旧国标中水泥组分(熟料及其他材料质量占比)不是强制性条文, 考虑水泥和熟料库存期限较短, 我们用熟料/水泥产量比例衡量熟料质量占比, 2018 年以来国内熟料/水泥产量比例维持在 66%左右; 新国标对水泥组分进行强制性规定, 普通硅酸盐水泥(P·0)中的熟料和石膏质量占比合计达 80%-94%, 我们通过查找近年新建水泥粉磨站项目, 石膏质量占比基本维持在 5%左右, 我们预计新国标实施后, 水泥中熟料质量占比将提高至少 10pct。此外, 主要混材质量占比、水溶性铬、放射性核素限量等均为新国标新增强制要求, 更加重视人身健康和建筑工程安全性。

图表2：国内熟料/水泥产量比例变化情况



资料来源：Wind、数字水泥网，国联证券研究所

1.2 原材料：新国标要求更贴合实际，替代混合材使用约束增加

在组分与材料方面，新国标和旧国标的差异主要体现在石膏技术要求变化、替代混合材料组分和技术要求的变化。

1.2.1 石膏：新国标要求更加务实和规范

天然石膏方面，新国标规定品味（质量分数）不低于 55%，相较于旧国标，取消“二级（含）以上”（即品味质量分数不低于 75%）的参考规定（非强制）；水泥厂商主要使用天然石膏作为水泥缓凝剂，目前国内天然石膏产量呈缩减态势，2022 年天然石膏单吨均价为 81.1 元，相较于 2015 年+6.9 元/+9.3%，特级及一级石膏产量占比 8%。工业副产石膏方面，新国标规定工业副产石膏应符合 GB/T 21371 的技术要求，《用于水泥中的工业副产石膏》（标准号：GB/T 21371-2019）是对旧国标规定“采用前应该经过试验证明对水泥性能无害”的进一步规范和细化。整体来看，新国标对天然石膏和工业石膏的规定更加务实和规范。

1.2.2 主要混合材料：本质与旧国标规定保持一致

相较旧国标，新国标取消活性混合材料和非活性混合材料的定义。新国标规定：水泥主要混合材料包含符合 GB/T203 规定的粒化高炉矿渣/矿渣粉、符合 GB/T1596 规定的粉煤灰、符合 GB/T2847 规定的火山灰质混合材料，本质上与旧国标对水泥主要混合材料的规定（活性混合材料，即符合相应标准的粒化高炉矿渣/矿渣粉、粉煤灰、火山灰质混合材料）基本保持一致。

1.2.3 替代混合材料：新国标对组分、技术要求更加严格

(1) 组分方面，除石灰石/砂岩之外的非活性混合材料和窑灰不能作为水泥替代混合材料，新国标对水泥替代混合材使用及质量占比要求更加明确。

整体来看, 相较旧国标, 新国标规定水泥替代混合材料主要为石灰石和砂岩, 其他非活性混合材料 (即不符合相关国标规定的粒化高炉矿渣、粒化高炉矿渣粉、粉煤灰、火山灰质混合材料, 下文同) 和窑灰不能作为替代混合材料。

新国标对部分水泥品类的组分质量占比要求更加明确, 保证各品类水泥的基本属性以及产品质量: 1) 矿渣、粉煤灰、火山灰质硅酸盐水泥, 新国标对替代后主要混合材料质量分数的下限进行规定, 以保证各品类水泥的基本属性; 2) 复合硅酸盐水泥, 石灰石含量较高将导致水泥凝结时间延长、降低水泥强度, 新国标对石灰石质量分数上限进行规定, 以保障水泥产品质量。

图表3: 新国标通用硅酸盐水泥的组分要求及与旧国标差异

品种	型号	熟料+石膏	混合材料			替代混合材料	
			粒化高炉矿渣/矿渣粉	粉煤灰	火山灰质混合材料	新国标	与旧国标差异
硅酸盐水泥	PI	100%	-	-	-	-	-
	PII	95%-100%	-	-	-	石灰石或粒化高炉矿渣/矿渣粉: 0%-5%	-
普通硅酸盐水泥	PO	80%-94%		6%-20%		石灰石: 0%-5%	其他非活性混合材料和窑灰不能作为替代混合材料。
矿渣硅酸盐水泥	PSA	50%-79%	21%-50%	-	-	粉煤灰/火山灰质混合材料/石灰石 (一种): 0%-8%。	1.其他非活性混合材料和窑灰不能作为替代混合材料。 2.新增粒化高炉矿渣/矿渣粉质量分数规定。
	PSB	30%-49%	51%-70%	-	-	A、B类矿渣硅酸盐水泥中粒化高炉矿渣/矿渣粉质量分数分别不低于水泥质量的21%、51%。	
粉煤灰硅酸盐水泥	PF	60%-79%	-	21%-40%	-	石灰石: 0%-5%。	新增替代混合材料组分要求
火山灰质硅酸盐水泥	PP	60%-79%	-	-	21%-40%	粉煤灰、火山灰质混合材料质量分数均不低于水泥质量的21%。	

资料来源: 国标委, 国联证券研究所

图表4: 新国标复合硅酸盐水泥的组分要求及与旧国标差异

品种	型号	熟料+石膏	粒化高炉矿渣/矿渣粉	粉煤灰	火山灰质混合材料	石灰石	砂岩	与旧国标差异
复合硅酸盐水泥	PC	50%-79%						1.其他非活性混合材料和窑灰不能作为替代混合材料。 2.新增石灰石质量分数规定

资料来源: 国标委, 国联证券研究所

注: 百分数表示组分质量分数

(2) 技术要求方面, 新国标对石灰石质量要求提升

相较旧国标, 新国标规定: 石灰石和砂岩的亚甲蓝值 (简称“MB值”) 应不大于 1.4g/kg, 取消石灰石的氧化铝含量不大于 2.5%的规定。新的要求对石灰石质量要求边际有一定提升。

MB值是反映石灰石粉吸附性能的技术指标, MB值越大, 表明石灰石粉中黏土含量越高, 吸附性能越强, 将延长水泥凝结时间, 降低水泥强度。当MB值不高于 1.4g/kg时, 石灰石中黏土含量不超过 30%, 虽然会增加混凝土的用水量, 但不影响掺入混凝土

土的质量和耐久性。修正了旧国标使用氧化铝含量作为约束的潜在问题(如不同地区黏土氧化铝含量有差异、其他混合材料或亦含有一定氧化铝等)。2017年国标委颁布的《用于水泥、砂浆和混凝土中的石灰石粉》即将MB值作为石灰石的核心技术指标之一。

1.3 强度等级：增加高标、减少低标

在强度方面，新国标和旧国标的差异主要体现在普通硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥的强度等级划分发生变化。新国标规定：1)普通硅酸盐水泥的强度等级分为42.5、42.5R、52.5、52.5R、62.5、62.5R六个等级，较旧国标增加62.5、62.5R两个等级；2)矿渣硅酸盐水泥/粉煤灰硅酸盐水泥/火山灰质硅酸盐水泥强度等级划分没有调整；3)复合硅酸盐水泥的强度等级分为42.5、42.5R、52.5、52.5R四个等级，较旧国标减少32.5、32.5R两个等级。与2016/5/19国务院发布的《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中“停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥，重点生产42.5及以上等级产品”的政策方向保持一致。

1.4 技术要求：新国标增加安全类指标，强度指标统一且要求提高

水泥技术要求主要包含化学性能、水溶性铬、碱含量、物理性能、放射性核素限量五个方面。新国标和旧国标对水泥技术要求的差异主要体现在水溶性铬、物理性能、放射性核素限量三个方面。整体来看，新国标出于人身健康和建筑工程安全性两个角度，对水泥技术要求更加严格，标准的制定更加规范化。

相较旧国标，新国标新增水溶性铬和放射性核素限量两个技术要求，规定水泥中水溶性铬应符合GB 31893的要求、内/外照射指数应均不大于1.0。水泥中的水溶性铬、放射性核素主要来源于熟料、混合材料等原材料以及耐火材料，如果铬和放射性物质的含量超标，将会影响人身健康以及混凝土工程的强度、耐久性、安定性。这两个技术要求也与《水泥窑协同处置固体废物技术规范》(标准号：GB/T 30760-2024)、《建筑材料放射性核素限量》(标准号：GB 6566-2010)规定保持一致。

新国标和旧国标对水泥物理要求的差异主要体现在强度和细度两个方面：1)强度，旧国标对不同品类、各强度等级水泥的抗压强度和抗折强度的规定略有差异，新国标对各类水泥两个强度指标进行统一规定、简化设置，且对部分品种水泥强度要求有一定提升。2)细度，当水泥细度增加时(即比表面积越大、筛余量越低)，水化反应速率加快，早期强度和熟料利用率均有所提升，但会导致后期强度增长减慢出现干缩开裂的现象，同时需水量提高将导致生产成本增加；新国标对硅酸盐水泥细度规定上下限，旨在探求水泥性能和生产成本的平衡；新国标对其他品类水泥筛余要求有所

放宽，旨在防止水泥企业为提高水泥细度从而增加混合材用量，进一步保证混凝土的长期强度有所增加。

图表5：新国标和旧国标对水泥物理性能规定对比表

物理性能	水泥品类	新国标	旧国标
凝结时间	硅酸盐水泥	初凝时间应不小于 45min 终凝时间应不大于 390min	
	其他品类水泥		初凝时间应不小于 45min 终凝时间应不大于 600min
安定性	所有品类	沸煮法合格、压蒸法合格	沸煮法合格
强度	-	对不同品类/不同强度等级水泥进行统一规定	对不同品类/不同强度等级水泥的规定略有不同
细度	硅酸盐水泥	以比表面积表示，应不低于 300m ² /kg 且不高于 400m ² /kg	以比表面积表示，应不低于 300m ² /kg
	普通硅酸盐水泥	以 45μm 方孔筛筛余表示，应不低于 5%	以比表面积表示，应不低于 300m ² /kg
	其他品类水泥	以 45μm 方孔筛筛余表示，应不低于 5%	以筛余表示，80μm 方孔筛筛余不大于 10%或 45μm 方孔筛筛余不大于 30%

资料来源：国标委，国联证券研究所

图表6：新国标通用硅酸盐水泥不同龄期强度要求

强度等级	抗压强度/MPa		抗折强度/MPa	
	3d	28d	3d	28d
32.5	≥12	≥32.5	≥3.0	≥5.5
32.5R	≥17		≥4.0	
42.5	≥17	≥42.5	≥4.0	≥6.5
42.5R	≥22		≥4.5	
52.5	≥22	≥52.5	≥4.5	≥7.0
52.5R	≥27		≥5.0	
62.5	≥27	≥62.5	≥5.0	≥8.0
62.5R	≥32		≥5.5	

资料来源：国标委，国联证券研究所

2. 新国标或边际改善熟料产能利用率及加速行业优胜劣汰

2.1 新国标实施或将提升水泥生产成本

中性情境预计新国标实施后水泥单吨生产成本提升 20.2 元。新国标的实施将提高水泥生产成本，主要体现在两方面：1) 熟料质量占比提高，根据前文 1.1 分析，我们预计新国标实施后，水泥中熟料质量占比将提高至少 10pct。2) 混合材料单位成本或有所增加，新国标对混合材料的组分以及质量要求更明确，部分低效/低成本混合材使用约束提升，混合材料单位成本或有所增加。结合上述两个主要因素，我们对水泥生产成本进行弹性测算，中性情境假设新国标实施后水泥中熟料质量占比、混合材料单位成本分别提升 10pct、5%，则水泥吨生产成本提升 20.2 元（vs 截至 2024/5/31，全国水泥吨均价为 380.2 元）。

图表7：新国标对水泥生产成本影响的弹性测算

变化幅度	0pct	2pct	4pct	6pct	8 pct	10 pct	12 pct	14 pct	16 pct	18 pct	20 pct
0	0.0	3.9	7.8	11.6	15.5	19.4	23.3	27.1	31.0	34.9	38.8
1 %	0.3	4.1	8.0	11.8	15.7	19.6	23.4	27.3	31.1	35.0	38.9
2 %	0.5	4.3	8.2	12.0	15.9	19.7	23.6	27.4	31.3	35.1	38.9
3 %	0.8	4.6	8.4	12.2	16.1	19.9	23.7	27.5	31.4	35.2	39.0
4 %	1.0	4.8	8.6	12.4	16.2	20.0	23.9	27.7	31.5	35.3	39.1
5 %	1.3	5.0	8.8	12.6	16.4	20.2	24.0	27.8	31.6	35.4	39.2
6 %	1.5	5.3	9.1	12.8	16.6	20.4	24.2	27.9	31.7	35.5	39.3
7 %	1.8	5.5	9.3	13.0	16.8	20.5	24.3	28.1	31.8	35.6	39.3
8 %	2.0	5.7	9.5	13.2	17.0	20.7	24.4	28.2	31.9	35.7	39.4
9 %	2.3	6.0	9.7	13.4	17.1	20.9	24.6	28.3	32.0	35.8	39.5
10 %	2.5	6.2	9.9	13.6	17.3	21.0	24.7	28.4	32.1	35.9	39.6

资料来源：国标委，国联证券研究所

注：首行表示熟料质量占比变化情况，首列单标混合材料单位成本变化情况。

2.2 新国标或边际改善熟料产能利用率及加速行业优胜劣汰

新国标实施或有助于提升熟料产能利用率，或亦有助于加速行业优胜劣汰。提升平均单位水泥生产成本之外，新国标实施我们预计对水泥行业会有两个重要影响：1) 结合前文论述，我们预计新国标的实施或将提高单位水泥熟料用量以及熟料产能利用率，边际缓解熟料产能过剩局面；2) 前期部分水泥企业/粉磨站为了降低成本，替代材料等使用不规范以降低成本，新国标实施或加速该类主体出清节奏，或边际加速行业优胜劣汰。

3. 投资建议：行业筑底，关注政策/企业等积极变化

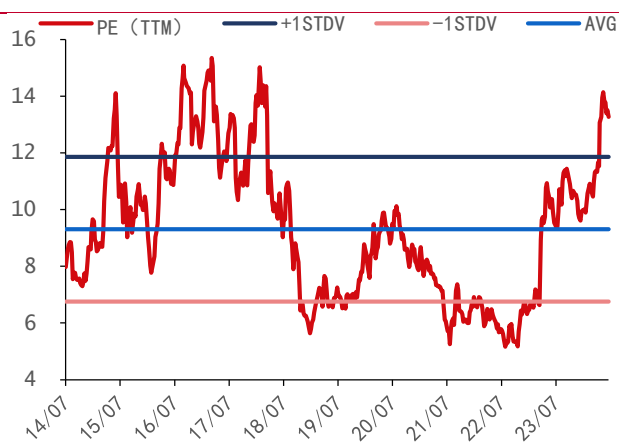
我们预计水泥需求或将持续筑底，行业景气度将持续承压，当前阶段或接近行业底部区域盈利水平，近期水泥行业“淡季不淡”即为侧面佐证。建议更多关注政策、行业、企业多方面积极变化。政策方面建议关注支撑供给持续出清的后续相关内容；行业层面关注企业区域协同、行业兼并购优化供给格局等；企业方面关注新业务/出海方面布局进展及重要增量贡献。建议关注盈利接近底部区域/潜在政策或有积极影响的区域水泥龙头。建议关注海螺水泥、华新水泥等。

图表8：水泥上市公司 2024Q1 收入和利润情况（单位：亿元）

代码	上市公司	营业收入		归母净利润	
		2024Q1	YOY	2024Q1	YOY
600585.SH	海螺水泥	213.3	-32%	15.0	-41%
000877.SZ	天山股份	163.5	-27%	-19.2	-56%
600801.SH	华新水泥	70.8	7%	1.8	-28%
000401.SZ	冀东水泥	33.4	-36%	-11.0	-39%
600449.SH	宁夏建材	15.7	37%	-0.2	-339%
000789.SZ	万年青	12.7	-35%	-0.1	-110%
000672.SZ	上峰水泥	9.1	-35%	0.1	-92%
002233.SZ	塔牌集团	9.9	-24%	1.5	-36%
600425.SH	青松建化	4.9	-21%	-0.1	-298%
600326.SH	西藏天路	3.1	-43%	-0.7	13%
600802.SH	福建水泥	3.4	-23%	-0.8	16%
002302.SZ	西部建设	40.5	0%	-1.1	-87%
605122.SH	四方新材	3.2	-23%	0.2	18%
002596.SZ	海南瑞泽	3.5	-2%	-0.2	37%
603916.SH	苏博特	5.8	-13%	0.2	-48%
002398.SZ	垒知集团	5.2	-33%	0.4	-13%
水泥板块		598.1	-25%	-14.3	-228%

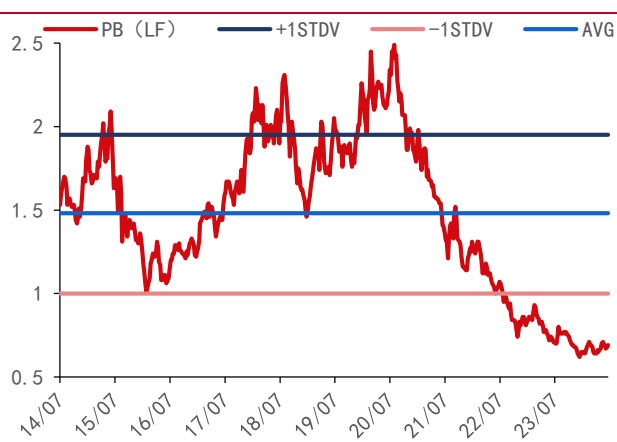
资料来源：Wind、数字水泥网，国联证券研究所

图表9：海螺水泥近 10 年 PE_ttm 变化



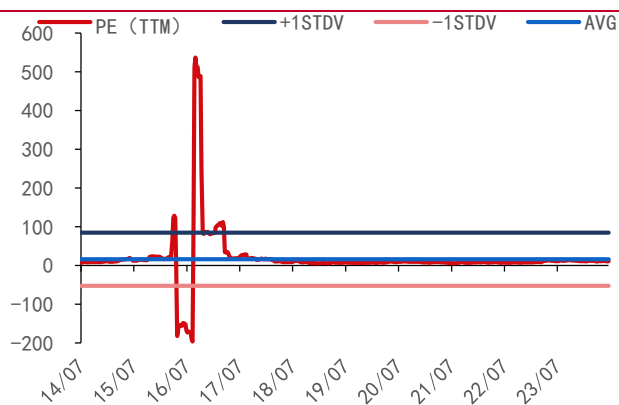
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：海螺水泥近 10 年 PB_lf 变化



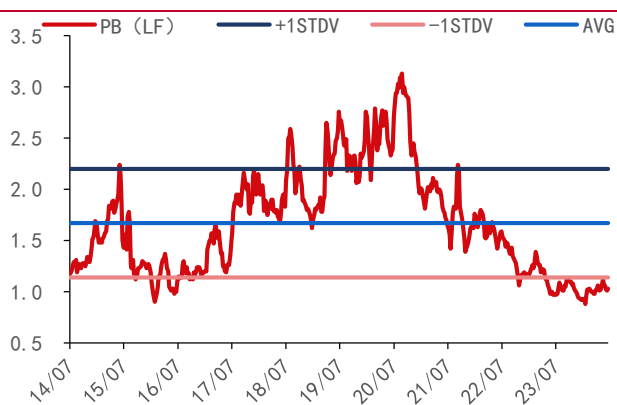
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：华新水泥近 10 年 PE_ttm 变化



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：华新水泥近 10 年 PB_lf 变化



资料来源：Wind，国联证券研究所

4. 风险提示

新国标执行效果不及预期的风险；水泥行业竞争加剧的风险；原材料成本上涨的风险。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

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

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼