

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

水泥淡季积极提价，关注供给端变化 ——建材洞察系列之一

建材行业 强于大市（维持）

平安证券研究所 建材团队

分析师：郑南宏 S1060521120001（证券投资咨询）

邮箱：zhengnanhong873@pingan.com.cn

分析师 杨侃 S1060514080002（证券投资咨询）

邮箱：yangkan034@pingan.com.cn

2024年7月22日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

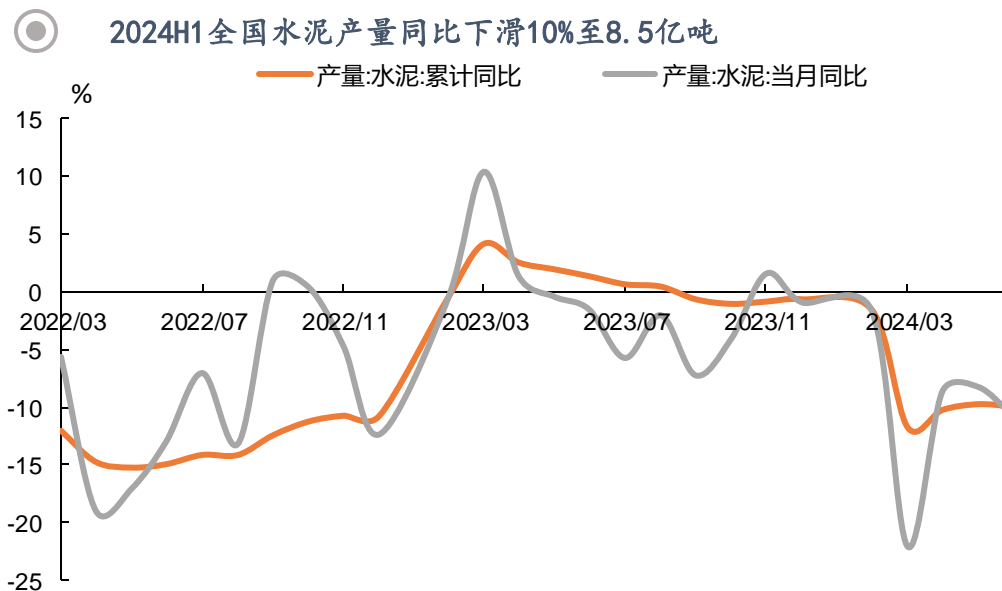
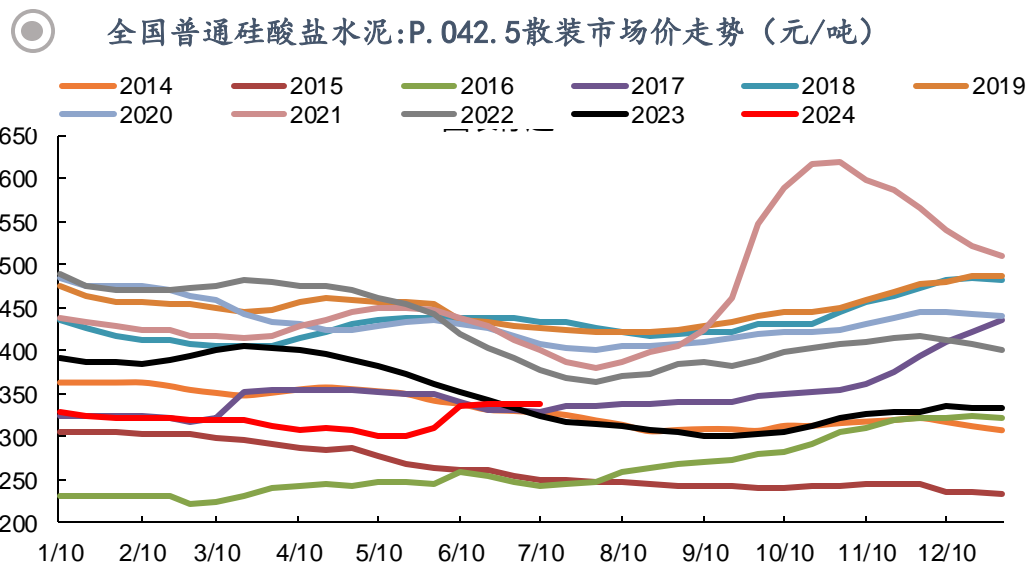
核心观点

- **继5月多地水泥价格上调后，7月长三角等地再次推涨。**七八月高温雨水天气频发，为水泥传统销售淡季，过往看价格常有下行压力。但7月长三角、东北等多地推涨水泥价格，一反常态。主要因：一方面，当前行业盈利微薄，部分地区五六月涨价落实不佳，进入七八月淡季后压力更大。另一方面，头部企业愈发重视利润而非份额稳定，积极带头引导行业停窑生产。水泥龙头态度转变，或与行业出清难度较大（中小企业资金安全垫足、资产价格预期与资本市场定价存在差异、水泥产线关停重启便捷等），以及央企利润考核压力有关。
- **北方涨价落实较好，南方呈现分化、长三角与西南尚可。**截至7/12，全国42.5散装水泥均价较5月3号累计涨34元/吨至362元/吨。分区域看，华北/西北省市大多涨20-50元/吨，东北涨119-166元/吨、当前价格仅次于西藏；南方呈现分化、长三角与西南尚可，如江浙累计涨40元/吨左右，广西/贵州/重庆涨40-80元/吨左右，而湖北/海南/江西/福建仍在下行。北方涨价落实较好，一是企业协同意识强，北方早在2013年左右产量见顶，产能利用率长期远低于南方，且环保限产长期执行；二是北方盈利弱于南方、企业普遍亏损较多，涨价意愿强；此外东北竞争格局较好。长三角、两广作为国内水泥需求消费前二市场，2022-2023年因需求幅度较大、周边区域或本地新增产能冲击，价格跌幅靠前。但2024Q2以来海螺、华润、中国建材等龙头积极转变态度，推动区域停窑错峰，目前江浙与广西涨价落实较好。
- **基建需求改善跟龙头积极引导，下半年水泥涨价仍可期。**往后看，水泥价格在淡季或震荡反复，但下半年涨价仍然可期。从需求端看，二十届三中全会强调“落实好宏观政策，积极扩大国内需求”，后续专项债发行有望提速，九十月亦进入传统施工旺季。从供给端看，近年新投放产能对于区域格局冲击愈发减少，更重要的是头部企业态度已出现积极转变。当然，由于区域之间存在联动，后续需持续跟踪各地错峰与区域价格联动。此外，除了错峰生产，政策层面亦存在利好，尤其是水泥有望纳入碳市场，将增加小企业压力，促进行业出清；另一方面，当前水泥熟料产线中标杆产能占比仅20%，且仍有16%产能的能效达不到基准水平，未来部分落后产能有望逐步退出。
- **投资建议：**在中长期需求中枢尚不清晰，供给端未见明显出清，协同难度日益加大等背景下，水泥行业难言反转。但从投资角度看，第一，头部企业态度已出现积极转变，在行业淡季积极开展停窑与推涨水泥价格，目前落实情况相对良好，同时考虑下半年需求有望回暖，判断水泥价格与盈利已阶段性见底，后续存在进一步改善可能；第二，水泥纳入碳交易尽管实操难度较大，但未来实施为大概率事件，且未来碳指标规模压缩对于水泥供给收缩作用愈发明显，叠加当前推进的节能降碳行动、逐步淘汰落后产线，行业供给侧改革正在进行中；第三，从估值、股息、在手现金等方面看，水泥企业具备一定安全边际。综上建议关注海螺水泥、华新水泥、华润建材科技。
- **风险提示：**1) 地产销售修复或基建需求落地低于预期的风险；2) 水泥纳入碳交易或落后产线淘汰进展低于预期的风险；3) 煤炭涨价制约水泥盈利改善的风险。



继5月多地水泥价格上调后，7月长三角等地再次推涨

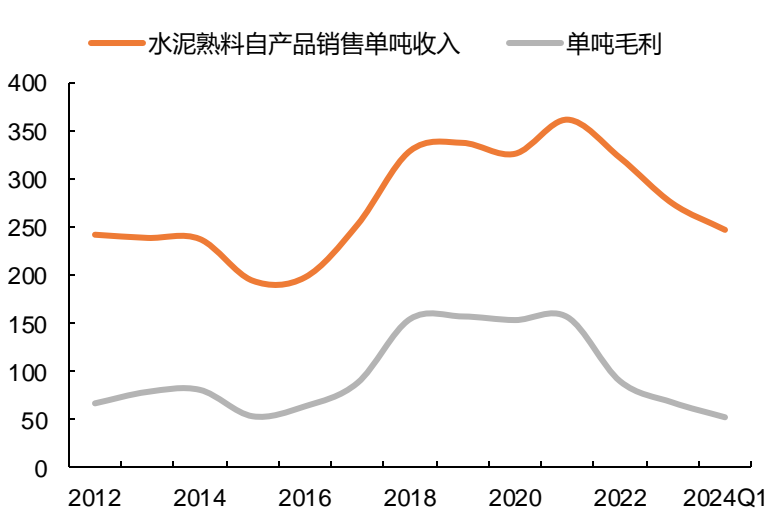
- ▶ 继5月多地水泥价格推涨后，7月长三角等地再次上调50元/吨。据水泥网APP公众号，7月5日长三角沿江熟料价格计划推涨50元/吨，水泥预计跟涨50元/吨，为长三角今年第三轮价格上涨；辽宁及京津冀地区水泥价格亦推涨50-60元/吨；10日起黑龙江哈尔滨地区以及吉林省主导企业通知上调水泥价格50元/吨；11日起河南省内一些主要出厂价开始恢复性上调高标水泥价格30元/吨左右。
- ▶ 七八月高温雨水天气频繁，为水泥传统销售淡季，价格往往有下行压力，但2024年一反常态，背后原因我们在2024年中期策略报告《关注供给侧变化，聚焦确定性龙头》有过分析，直接原因在于头部企业态度转变，重利润而非份额，积极协同稳定市场。



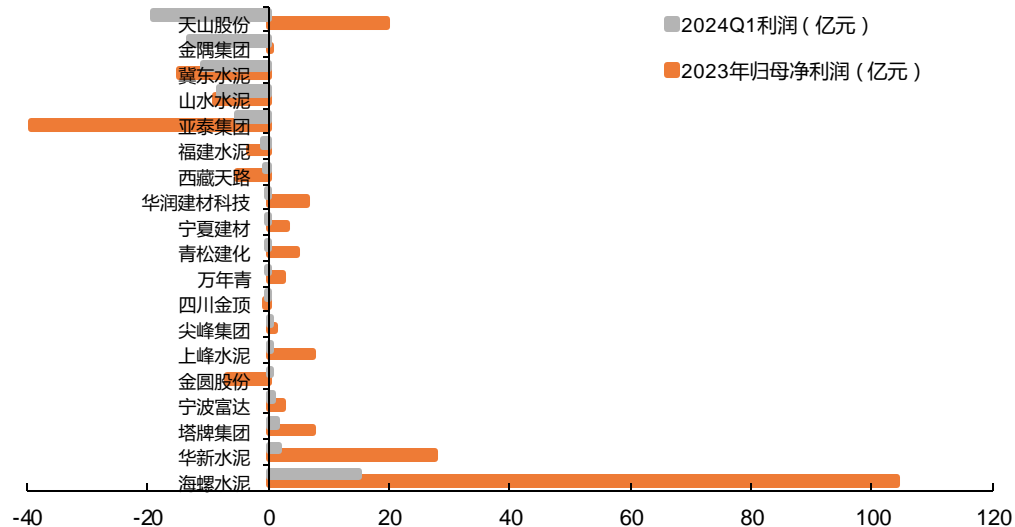
头部企业态度转变，重利润而非份额，积极协同稳定市场

- 一方面，当前行业盈利仍然微薄，长三角等部分地区五六月涨价落实不佳，进入七八月淡季后压力更大。6月1日开始实施的水泥新国标规定P.042.5水泥中熟料加石膏的最低含量为80%（2020年我国熟料产量15.8亿吨、水泥23.9亿吨，熟料占比66%），水泥网估算大部分水泥企业成本或提升10-30元/吨。
- 另一方面，头部企业愈发重视利润而非份额稳定，加大引导行业停窑生产。例如长三角七八月各自停窑10天，广西停窑15天左右，其中头部企业积极带头执行。水泥龙头态度转变，或与行业出清难度较大、央国企利润考核压力有关。2016-2021年水泥行业盈利颇丰、中小企业资金安全垫充足，其次，因对行业触底改善、水泥纳入碳交易等存在预期，中小水泥企业对资产价格预期与资本市场定价存在差异，第三，水泥熟料产线关停重启便捷，因此头部企业通过价格战促进行业出清相对艰难且时间较长。

海螺水泥2024Q1吨毛利低于2015年（单位 元）



2024一季度19家水泥企业仅7家实现盈利



部分地区停窑时间情况

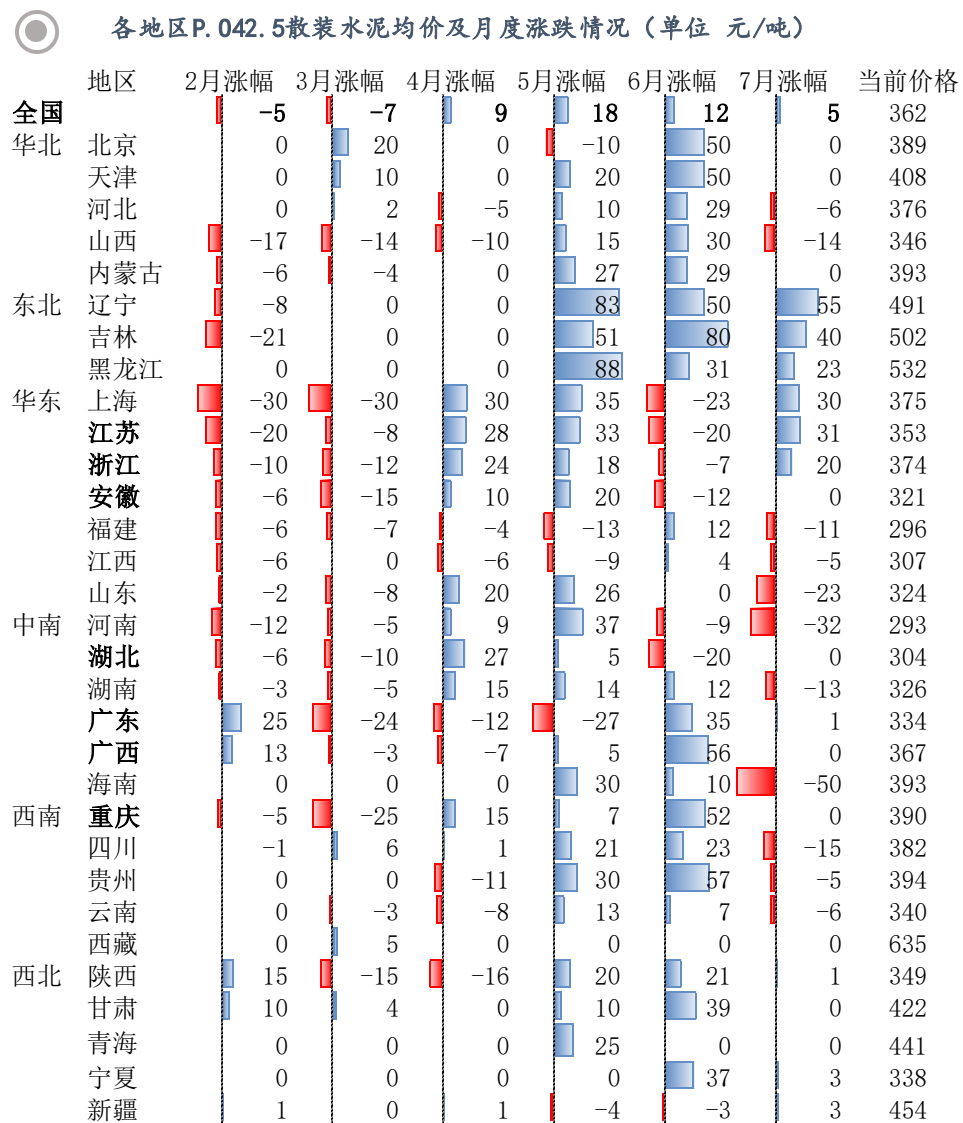
区域	错峰生产情况
长三角	计划7月、8月分别停产10天，减产30%左右
新疆	新疆青松建材8月份停窑16天
东北三省	水泥企业8月1日起停窑15天
福建	7月省内所有水泥熟料生产线均须参与错峰生产，停窑12天/台

资料来源：wind，公司公告，数字水泥网，平安证券研究所



北方涨价落实较好，南方呈现分化、长三角与西南尚可

- 从五月以来水泥几轮涨价落实情况看，据中国水泥网统计，截至7/12，全国42.5散装水泥均价较5月3号累计上涨34元/吨至362元/吨。分区域看：
 - 华北区域，五省市水泥均价累计上涨30-56元/吨，目前水平略高于全国平均；其中山西7月价格回落14元/吨至346元/吨、表现稍弱。
 - 东北区域，黑吉辽三省五六七月连续提价，累计上涨119-166元/吨，当前价格高达491-532元/吨，仅次于西藏，表现非常优异。
 - 西北区域，陕西/甘肃/青海/宁夏累计涨20-40元/吨，新疆基本稳定；目前甘肃/青海/新疆均价420-450元/吨，在国内仅次于东北，陕西/宁夏均价340元/吨左右，低于全国平均。
 - 华东区域，上海/江苏/浙江6月价格回落后7月再次提涨，累计涨41-44元/吨至353-375元/吨；相比之下，安徽/江西累计仅上涨2-7元/吨，福建/山东累计下滑7-10元/吨，当前四省价格296-324元/吨低于江浙与全国平均。
 - 中南区域，湖北/海南市场偏弱、价格先涨后跌，累计跌15-39元；河南/湖南同样先涨后跌，但累计涨10元/吨左右；广东/广西6月以来涨价良好，累计涨10-49元/吨。绝对价格看海南价格依旧领先（393元/吨），广东/广西在334-367元/吨，河南仅293元/吨、低于全国其他省市。
 - 西南区域，西藏市场相对独立、价格稳定且长期高位（635元/吨）；重庆/贵州累计上涨59-81元/吨，四川/云南亦累计30元/吨左右，目前重庆/贵州/四川价格在380-390元/吨 高于全国平均

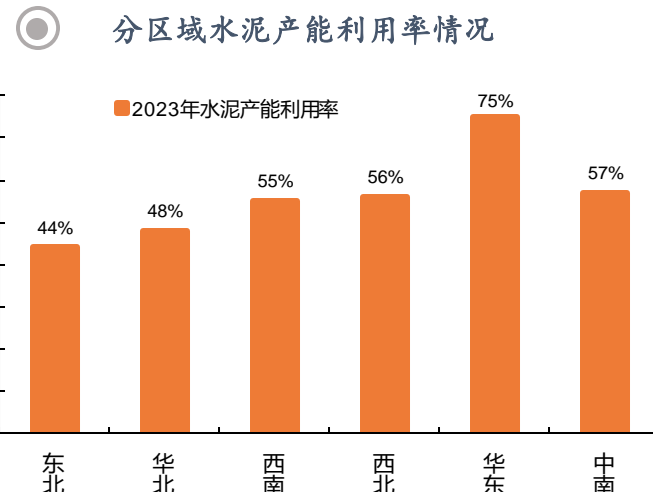
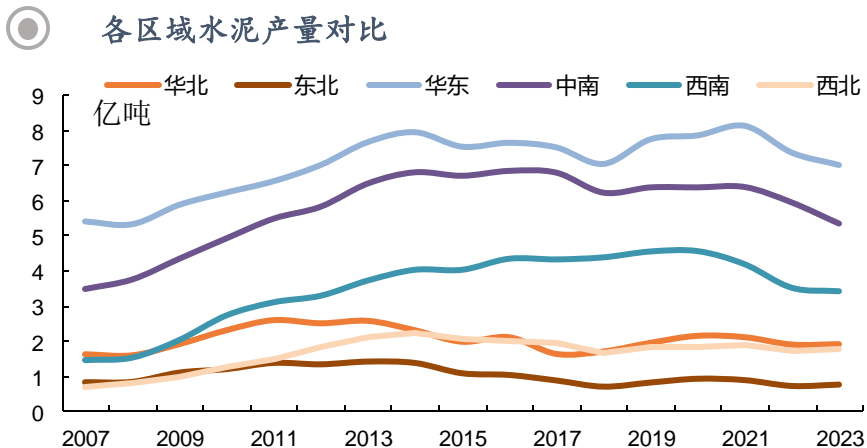


资料来源：中国水泥网，平安证券研究所



北方地区协同落实较好，长三角与华南龙头引领行业协同

- ▶ 北方水泥推涨落实较好，主要因供给侧协同落实较好。第一，北方地区不同于南方，2013年左右产量就已见顶，产能利用率长期远低于南方，叠加环保限产长期执行，水泥企业协同生产意识较强；第二，北方企业因产能利用率低、产线相对落后等原因，盈利相对弱于南方企业，叠加6月1日开始实施的水泥新国标对水泥中熟料添加比例提高，企业涨价意愿较强；第三，东北地区竞争格局更好，据卓创数据，熟料产能TOP10企业合计市占率，华东/华南/华中/华北/西北/西南分别为70%/80%/72%/60%/68%/67%，东北TOP7市占率为84%。
- ▶ 长三角作为中国经济最发达的地区之一，需求长期旺盛且水泥新增产能控制较好，是水泥最大消费市场与最好区域之一。但2022年以来需求萎缩较多（熟料产能利用率从21年前90%以上降至23年85%左右），叠加周边区域尤其是长江中上游水泥的冲击，市场竞争激烈导致长三角水泥价格持续大跌，水泥出厂价一度跌破200元/吨。2024年二季度以来，以海螺为代表的头部企业积极转变态度与经营策略，引导行业加大停窑错峰力度，目前看上海/江苏/浙江市场水泥涨价落实较好。



资料来源: Wind, 数字水泥网, 平安证券研究所



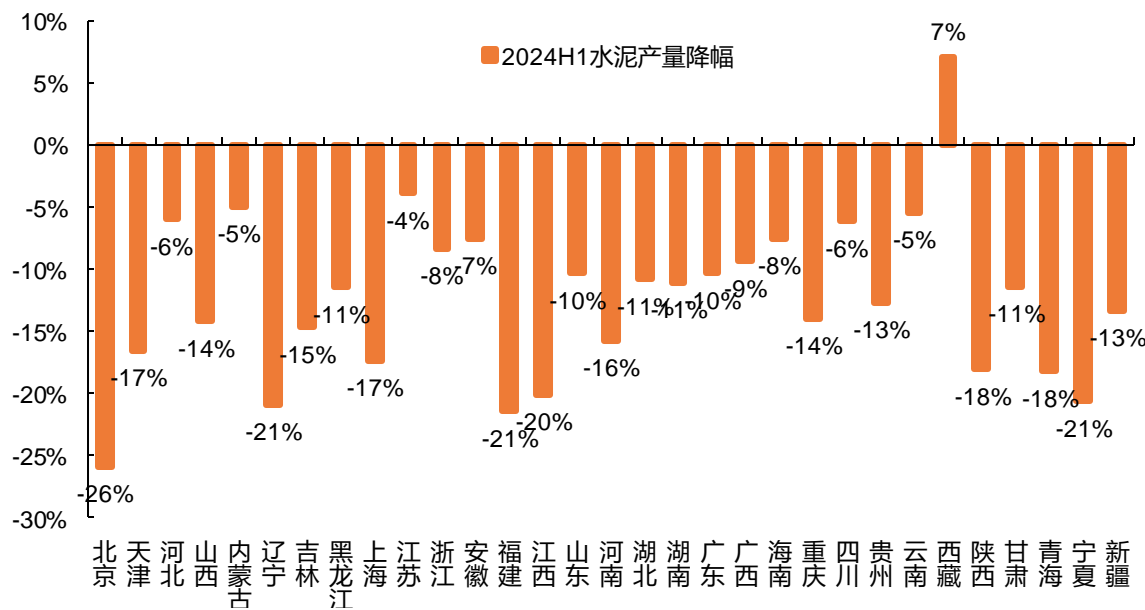
北方地区协同落实较好，长三角与华南龙头引领行业协同

▶ 两广市场是仅次于长三角的第二大水泥消费市场，区域内水系发达，由西江连接两广。与长三角类似，2022年以来需求同样明显萎缩；与此同时，广西2020-2023年通过跨省置换方式新点火水泥熟料设计产能2700万吨，占现有产能四分之一，产能利用率从2020年81%降至2023年51%，产能集中度亦出现下滑，导致供给侧竞争激烈、水泥价格大跌，并通过西江冲击到广东水泥市场。2024年二季度以来，华南雨水天气偏多导致工程施工受阻，进一步影响水泥需求与价格。在此背景下，华润建材科技/海螺水泥作为华南市场水泥龙头（熟料产能市占率分别达22%/18%），积极引导行业协同，七八月广西错峰停窑力度较大，五月以来水泥价格累计上涨49元/吨；广东区域价格有所分化，惠州/肇庆与粤西的湛江/茂名水泥上涨40-50元/吨，粤东地区价格则相对平稳。

2016-2023年新增熟料产能主要集中在南方地区

区域	生产线	熟料产能 (万吨)	产能比重	
全国合计	144	21,762	100%	
六大区域	华北	8	992	5%
	东北	5	797	4%
	西北	12	1885	9%
	华东	30	4876	22%
	中南	50	8,392	39%
	西南	39	4,821	22%
重点区域	长三角	9	1,566	7%
	两湖	15	2,368	11%
	广东	8	1,643	8%
	广西	26	4039	19%
	贵州	14	1879	9%
	云南	18	2124	10%
小计	90	13618	63%	

上半年北方地区产量降幅普遍高于南方地区

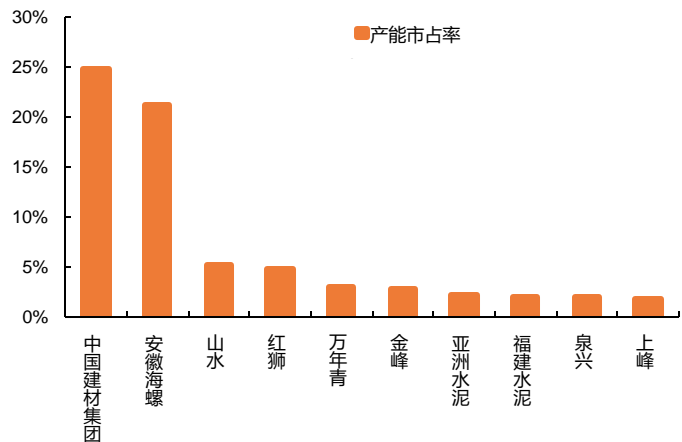


资料来源：水泥地理公众号，Wind，平安证券研究所

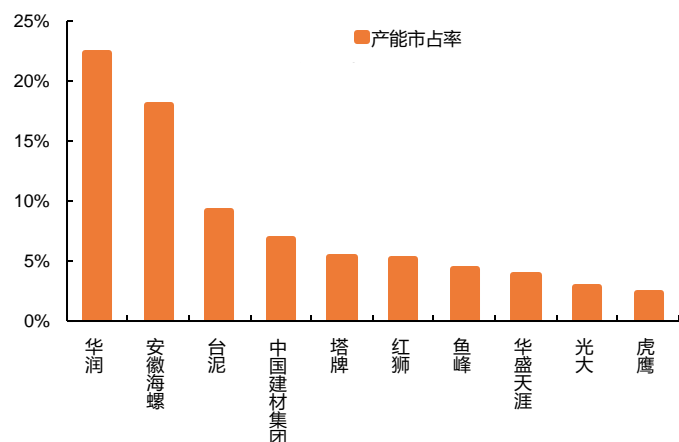


各大区域水泥竞争格局情况

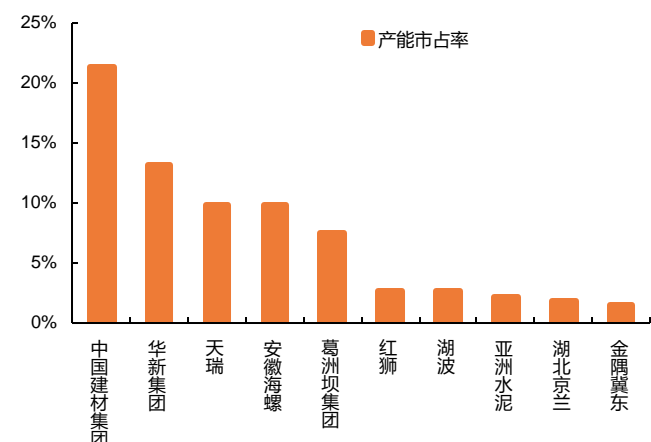
华东地区水泥企业熟料产能市占率TOP10



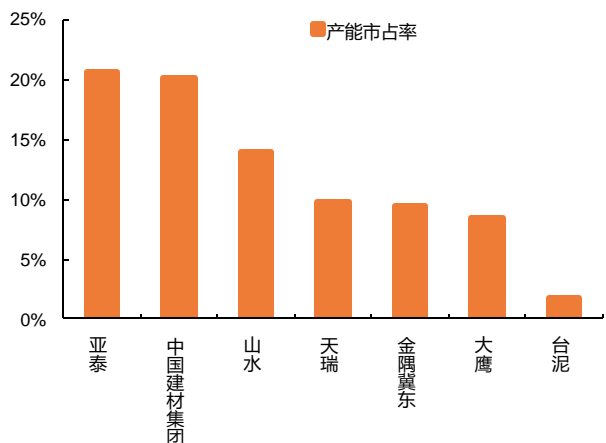
华南地区水泥企业熟料产能市占率TOP10



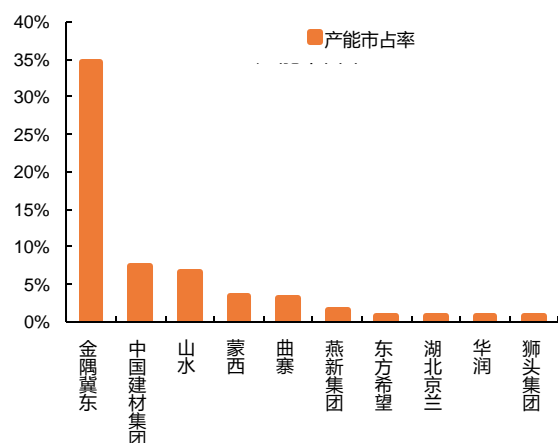
华中地区水泥企业熟料产能市占率TOP10



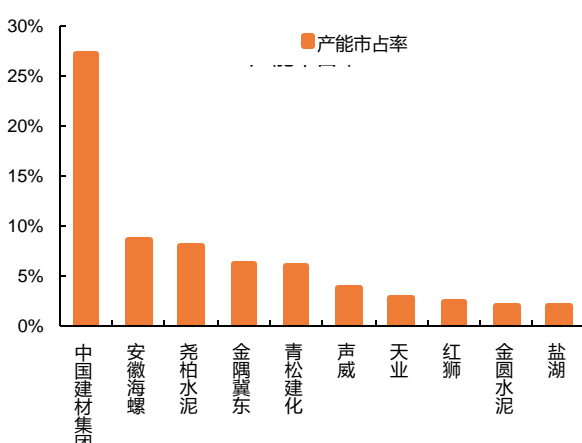
东北水泥企业熟料产能市占率TOP10



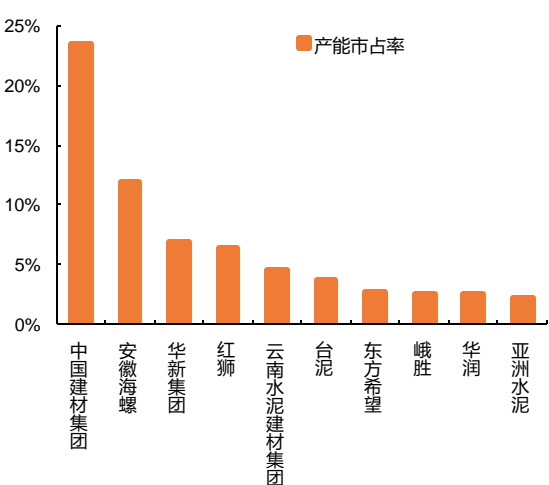
华北水泥企业熟料产能市占率TOP10



西北水泥企业熟料产能市占率TOP10



西南水泥企业熟料产能市占率TOP10



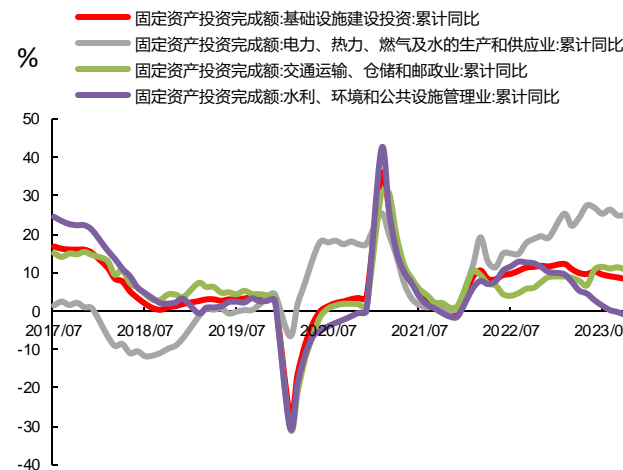


基建需求改善跟龙头积极引导，下半年水泥涨价仍可期

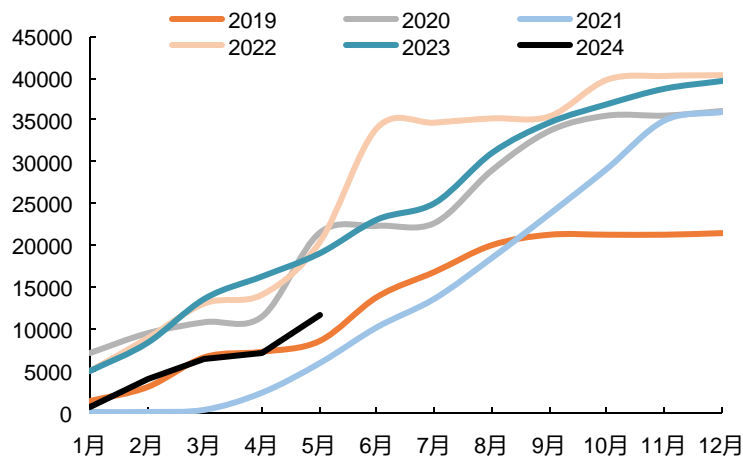
➤ 往后看，水泥价格在当前淡季或震荡反复，随着九十月旺季来临、基建需求改善叠加头部企业积极引导，下半年水泥涨价仍然可期，后续持续关注各地停窑力度及价格联动。

➤ 从需求端看，7月18日中共第二十届中央委员会第三次全体会议公报强调“坚定不移实现全年经济社会发展目标”、“落实好宏观政策，积极扩大国内需求”。预计后续专项债发行有望提速、基建端发力带动水泥需求回暖。另一方面，2024年以来华南等多地雨水天气偏多，随着天气好转、步入施工旺季后有望提振水泥需求。据百年建筑网调研反馈，当前高温天气下下游需求有限，今年项目情况较好的主要集中在水利项目和相关道路建设上。

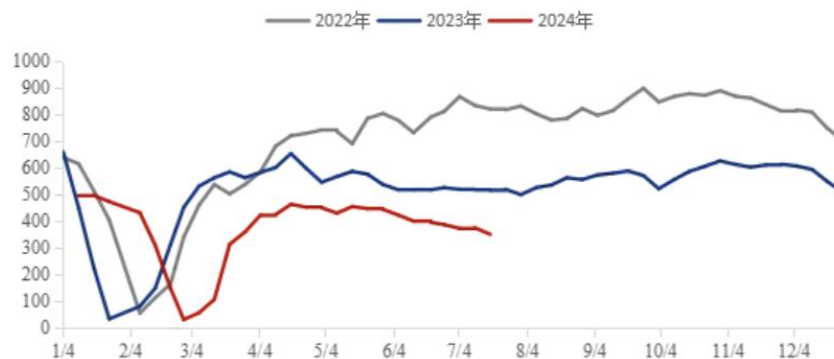
1-6月广义基建投资同比增7.7%



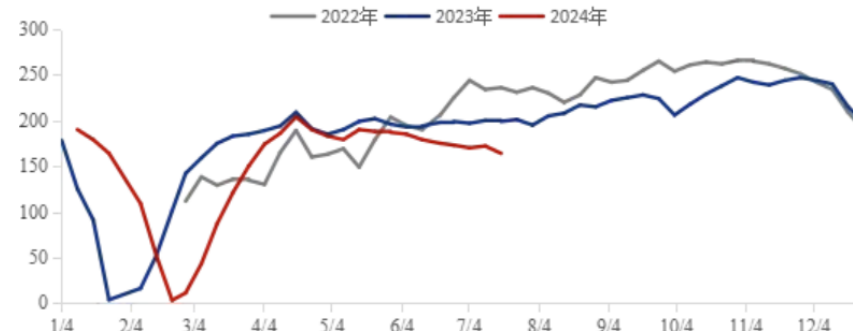
地方专项债发行进度偏慢 (单位 亿元)



全国水泥周度出库量走势图(单位 万吨)



全国基建水泥周度出库量走势图(单位 万吨)

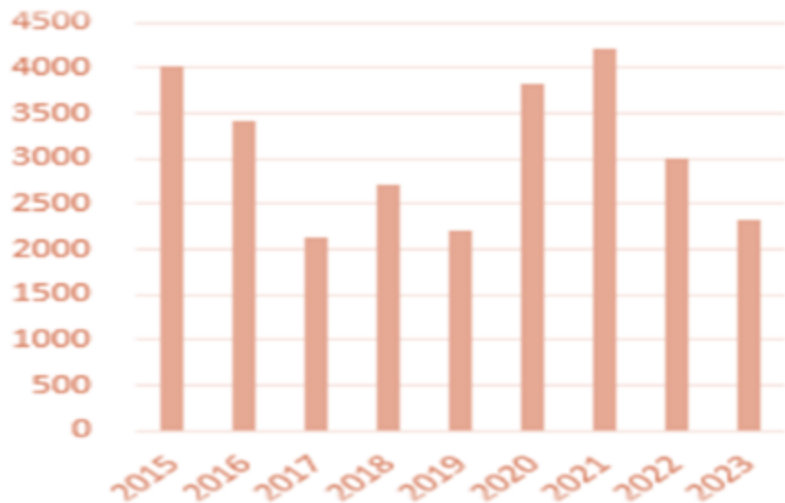




基建需求改善跟龙头积极引导，下半年水泥涨价仍可期

➤ 从供给端看，近年新投放熟料产能对于区域格局的冲击愈发减少，更重要的是近期头部企业态度已出现积极转变，推动行业错峰生产，目前长三角/华南等地错峰与涨价落实相对良好。当然，由于区域之间存在联动关系，包括长江中上游与长三角、西江水运恢复后两广之间能否维持价格稳定，因此后续需要持续跟踪各地错峰执行与区域联动情况。

近年熟料产能投放明显减少（万吨）



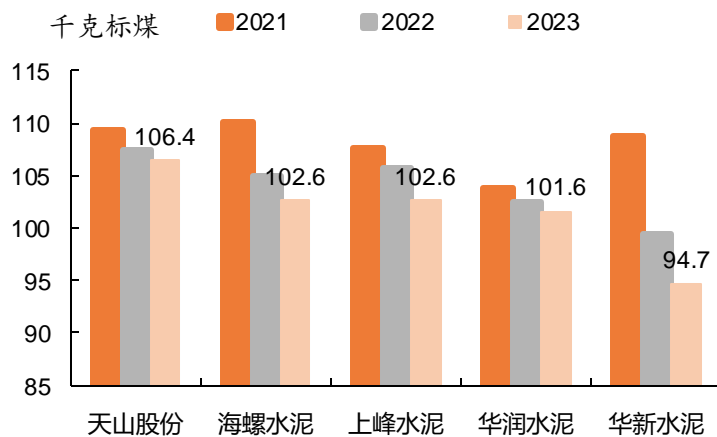
六大区域在建熟料产能情况

区域	条数(条)	产能(万吨)	在建占比(%)	2024年投产产能(万吨)
东北	2	326	8.4%	326
华北	2	264	6.8%	264
华东	6	868	22.5%	341
西北	5	595	15.4%	347
西南	9	1291	33.4%	186
中南	3	520	13.5%	295
总计	27	3862	100.0%	1758

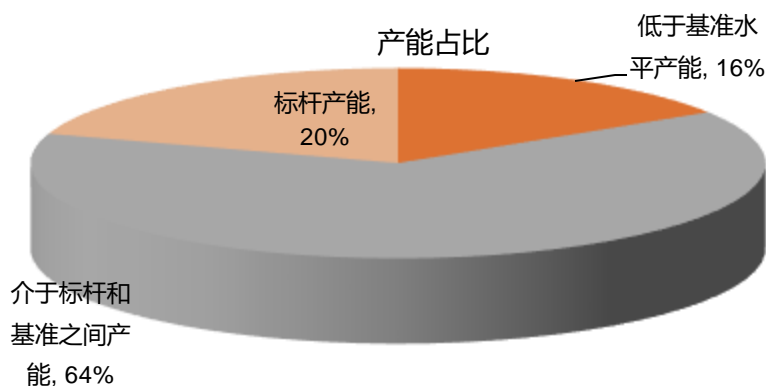
节能降碳叠加后续有望碳交易市场，水泥格局或加速出清

- 除了水泥错峰生产，政策层面亦存在供给端利好，尤其是水泥有望纳入碳市场，将增加小企业压力，促进行业出清。目前全国水泥碳配额计算方法并未明确，以产能或产量为锚尚无定论，每年碳指标压缩比例、碳排放申报量如何监督等问题亦不清晰，但水泥作为碳排放“大户”，未来纳入碳交易为大概率事件。从政策影响看，考虑当前水泥行业盈利微薄，纳入碳交易后政策效果有待观察，一是水泥企业间碳排放强度差异有限，二是小企业或选择出售碳指标方式而非出售水泥熟料、获取更高盈利，可能冲击碳市场价格。但随着“碳中和”目标推进、碳配额逐年收紧，政策对水泥行业格局影响或越发明显。
- 建材行业节能降碳进行中，亦将加速落后产能逐步退出。2024年5月国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》，提出“加强建材行业产量监测预警，推动水泥错峰生产常态化”，重申水泥/陶瓷行业30%与平板玻璃20%的能效标杆以上水平产能占比等。据水泥网披露，目前水泥熟料生产线中标杆产能仅占比20%左右，且仍有约16%产能的能效达不到基准水平。未来部分日产能2500吨及以下的落后产能有望逐步退出，因一方面不满足能耗政策要求，另一方面跟大规模产线相比缺乏成本优势。

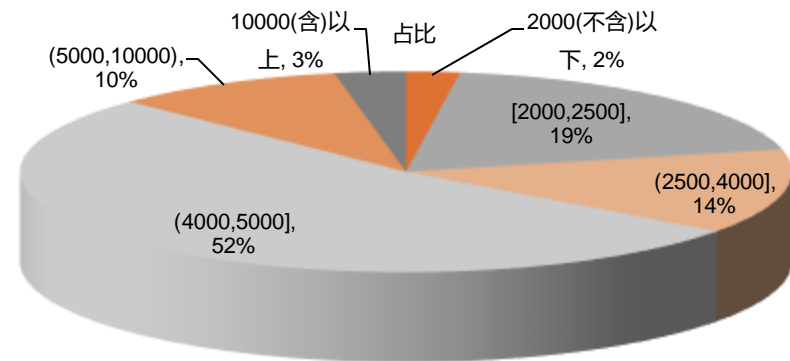
重点水泥企业吨熟料综合能耗



目前水泥熟料生产线中标杆产能占比20%左右



全国熟料生产线中2500t/d及以下生产线占比21%左右





投资建议&风险提示

➤ 投资建议:

- 在中长期需求中枢尚不清晰，供给端未见明显出清，协同难度日益加大等背景下，目前看水泥行业难言反转。但从投资角度看，第一，头部企业态度已出现积极转变，在行业淡季积极开展停窑与推涨水泥价格，目前落实情况相对良好，同时考虑下半年需求有望回暖，判断水泥价格与盈利已阶段性见底，后续存在进一步改善可能；第二，水泥纳入碳交易尽管实操难度较大，但未来实施为大概率事件，且未来碳指标规模压缩对于水泥供给收缩作用愈发明显，叠加当前推进的节能降碳行动、逐步淘汰落后产线，行业供给侧改革正在进行中；第三，从估值、股息、在手现金等方面看，水泥企业已具备一定安全边际。综上，建议关注海螺水泥、华新水泥、华润建材科技。

➤ 风险提示:

- 需求端，地产销售修复或基建需求落地低于预期的风险：若后续地产销售开工持续明显下滑，基建实物需求落地不及预期，将导致水泥需求继续走弱、量价承压。
- 供给端，水泥纳入碳交易进展与落后产线淘汰进展低于预期的风险。
- 成本端，煤炭占水泥企业成本比重较大，若后续煤炭价格上涨，将制约水泥企业利润率修复。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。