

行业研究 | 行业专题研究 | 水泥

2024Q2 水泥继续筑底，期待积极变化



| 报告要点

我们使用 17 家水泥及水泥链条上市公司作为观察样本，2024Q2 样本企业收入为 824 亿元，yoy-22%；归母净利润为 18.7 亿元，yoy-77%。在行业协同明显加强的情况下，2024Q2 主要水泥企业经营压力边际缓解，收入同比降幅有所收窄，归母净利润延续同比大幅下降。大部分样本水泥企业 2024H1 水泥吨毛利/净利均同比下降，单吨费用小幅增长。样本水泥企业 2024H1 资本开支持续收缩，部分用于拓展新业务/新市场，中小企业主要用于产能置换以及技改优化。

| 分析师及联系人



武慧东



朱思敏

SAC: S0590523080005 SAC: S0590524050002

水泥

2024Q2 水泥继续筑底，期待积极变化

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

1、《水泥：多省水泥协会密集倡议，行业“淡季不淡”》2024.08.25



扫码查看更多

➤ 2024Q2 错峰力度加大，水泥景气度边际改善

2024H1 水泥行业景气度同比下降较多，盈利持续承压。2024M5-6 水泥价格环比有一定回升，行业盈利情况环比企稳小幅改善。在水泥全行业亏损面持续扩大的背景下，行业协同环比明显加强，2024M5 起各地陆续加大错峰力度以呵护水泥销售价格；同时，2024M6 起实施的新国标预计将提高水泥生产成本，一定程度支撑涨价氛围。但另一方面，需求延续偏弱，水泥价格推涨难度相对较大，全国水泥行业整体盈利改善幅度相对有限。

➤ 样本企业 2024Q2 收入降幅收窄，水泥吨净利同比大幅下降

我们使用 17 家水泥及水泥链条上市公司作为观察样本，2024Q2 样本企业收入 824 亿元，yoy-22%；归母净利润 19 亿元，yoy-77%。2024Q2 主要水泥企业经营压力边际缓解，收入同比降幅较 Q1 有所收窄，归母净利润同比大幅下降。大部分样本水泥企业 2024H1 水泥吨毛利/吨净利均同比下降，7 家样本水泥企业吨净利均值为 10 元，yoy-21 元，吨净利 TOP3 分别为海螺水泥/塔牌集团/宁夏建材。2024H1 海螺吨毛利/吨净利分别高于样本企业均值 9 元/19 元，领先优势有所减小。

➤ 水泥企业资本开支继续收缩，净现金流规模同步下降

样本水泥企业 2024H1 整体资本性支出为 133 亿元，同比-26 亿元，样本水泥企业资本性支出继续减少，部分用于拓展新业务/新市场，中小企业主要用于产能置换以及技改优化。大部分样本水泥企业 2024H1 经营现金流同比下降 0-5 亿元不等；其中海螺水泥 2024H1 经营活动现金流量净额为 69 亿元，yoy+18 亿元/+35%，净流入规模逆势扩大，主要系海螺加强应收款项管理；天山股份 2024H1 经营活动现金流量净额为 15 亿元，yoy-71 亿元/-82%，主要系销售产品收到现金的比例减少。

➤ 投资建议：水泥盈利估值底，期待积极变化

我们对水泥产业发展前景持乐观态度，关注包括碳交易市场建设等政策进一步发力。目前水泥行业盈利或处于历史较低区域，同时主要水泥企业估值亦处于历史底部区域，建议更多关注政策、行业、企业多方面积极变化。政策方面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/出海布局进展及重要增量贡献。建议关注盈利接近历史底部区域/潜在政策或有积极影响的区域水泥龙头。

风险提示：原材料价格上涨风险，房企信用风险蔓延风险，市场竞争加剧风险，错峰停窑强度不及预期风险。

投资聚焦

核心逻辑

整体来看，2024H1 水泥行业景气度同比下降较多，历史底部区域徘徊。2024M5-6 水泥价格持续上涨，行业盈利情况环比企稳小幅改善，景气度边际改善。我们认为主要原因：在水泥全行业亏损面持续扩大的背景下，行业协同环比明显加强，2024M5 起各地陆续加大错峰力度以呵护水泥销售价格；同时，2024M6 起实施的新国标预计将提高水泥生产成本，一定程度支撑涨价氛围。另一方面，需求延续偏弱，水泥价格推涨难度相对较大，全国水泥行业整体盈利改善幅度相对有限。

我们使用 17 家水泥及水泥链条上市公司作为观察样本，2024Q2 样本企业收入 824 亿元，yoy-22%；归母净利润 19 亿元，yoy-77%。整体来看，在行业协同明显加强的情况下，2024Q2 主要水泥企业经营压力边际缓解，收入同比降幅有所收窄，归母净利润同比大幅下降。

我们认为我国水泥需求已进入平台期且边际有一定下降，化解水泥产业过剩局面核心工作应聚焦供给侧。近期多省行业协会密集发声密集倡议对于加强主要企业对当前严峻局面的深刻认知有积极意义，同时企业间近期也积极响应加强协同，错峰力度有所加强。另一方面，近年政策对于约束产能、引导存量产能水平提高有一定工作，我们认为还有较多政策空间值得挖掘，关注包括水泥行业碳交易市场建设等政策进一步发力，我们对水泥产业发展前景持乐观态度。

投资看点

结合我国水泥产业发展历史及产业特征，目前水泥行业盈利或处于历史较低区域，同时主要水泥企业估值亦处于历史底部区域，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。

正文目录

1.	2024Q2 错峰力度加大，水泥景气度边际改善	5
1.1	2024Q2 水泥景气度边际改善，东北地区表现突出	5
1.2	需求：2024H1 水泥需求持续偏弱，房建延续较大拖累	7
1.3	供给：近期水泥行业协同有所加强，东北错峰力度最强	9
2.	样本企业收入盈利同比延续较快下降	10
2.1	样本企业 2024Q2 收入降幅收窄，盈利同比大幅下降	10
2.2	2024H1 吨净利 yoy-21 元，海螺/塔牌/宁夏建材排名前三	13
2.3	2024H1 水泥企业资本开支减少，净现金流规模同步下降	16
3.	投资建议：水泥盈利估值底，关注积极变化	17
4.	风险提示	18

图表目录

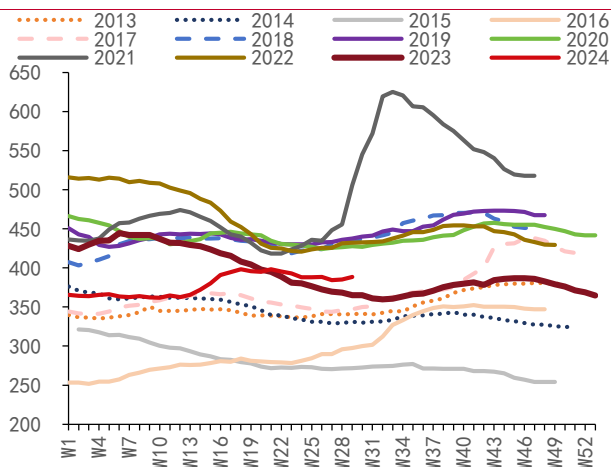
图表 1:	全国水泥均价 (单位: 元/吨)	5
图表 2:	全国水泥煤炭价格差 (单位: 元/吨)	5
图表 3:	全国水泥库容比	6
图表 4:	全国水泥行业利润总额及同比增速	6
图表 5:	2024Q2 北方地区水泥行业景气度边际改善明显 (单位: 元/吨)	6
图表 6:	分区域水泥价格 (元/吨)	7
图表 7:	分区域水泥库容比	7
图表 8:	2024H1 国内水泥产量同比-10%	8
图表 9:	2024H1 水泥出货率处于 2018 年以来偏低水平	8
图表 10:	2024H1 磨机开工率处于 2018 年以来偏低水平	8
图表 11:	2024H1 国内房屋新开工面积同比-24%	8
图表 12:	2024H1 国内基建固定资产投资完成额同比+7.7%	9
图表 13:	分行业固定资产投资完成额累计同比增速	9
图表 14:	2024 年各省市水泥熟料产能错峰停窑天数情况	9
图表 15:	2024 年部分省市水泥熟料产能月度错峰停窑天数情况	10
图表 16:	样本企业营业收入和归母净利润情况	12
图表 17:	样本企业毛利率和归母净利率情况	13
图表 18:	2024H1 样本水泥企业销量及变化	14
图表 19:	样本水泥企业水泥熟料单吨售价 (元)	15
图表 20:	样本水泥企业水泥熟料单吨毛利 (元)	15
图表 21:	样本水泥企业水泥熟料单吨费用 (元)	15
图表 22:	样本水泥企业水泥熟料单吨净利 (元)	15
图表 23:	样本水泥企业吨净利均值	16
图表 24:	海螺水泥与样本水泥企业平均吨净利的差值	16
图表 25:	样本水泥企业购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元)	17
图表 26:	样本水泥企业经营活动现金流量净额 (亿元)	17
图表 27:	样本企业盈利预测与估值表	18

1. 2024Q2 错峰力度加大，水泥景气度边际改善

1.1 2024Q2 水泥景气度边际改善，东北地区表现突出

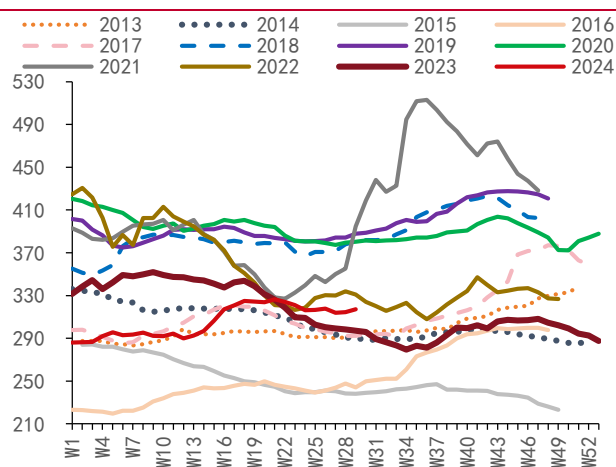
2024H1 水泥行业利润预计转亏，盈利进一步承压；2024M5-6 水泥价格持续上涨，行业景气度边际改善。需求延续弱势，2024H1 水泥行业景气度同比下降较多，历史底部区域徘徊。2024H1 全国单吨水泥均价为 372 元，yoy-53 元/-12%；吨水泥煤炭价差平均值为 299 元，yoy-41 元/-12%；水泥库容比平均值为 66.4%，yoy-3.3pct；根据数字水泥网预测，2024H1 行业利润约-10 亿元，预计同比减少较多。在行业亏损幅度较大的背景下，企业减产力度加大，2024M5-6 水泥价格持续上涨，行业盈利情况环比企稳小幅改善，同比延续偏低状态，2024Q2 全国单吨水泥均价为 375 元，yoy-41 元/-10%，qoq+6 元/+2%；水泥煤炭价差平均值为 303 元，yoy-36 元/-11%，qoq+10 元/+3%；水泥库容比平均值为 67.2%，yoy-5.8pct，qoq+1.7pct。

图表1：全国水泥均价（单位：元/吨）

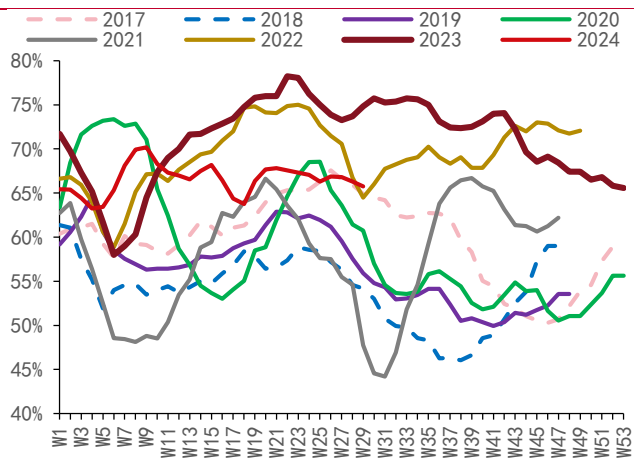


资料来源：数字水泥网，国联证券研究所
 注：春节后作为每年第一周。

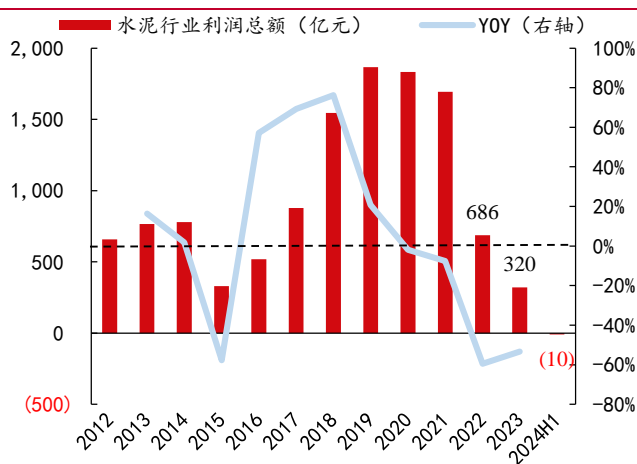
图表2：全国水泥煤炭价差（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网、Wind，国联证券研究所
 注：春节后作为每年第一周。

图表3: 全国水泥库容比


资料来源: 数字水泥网, 国联证券研究所
 注: 春节后作为每年第一周。

图表4: 全国水泥行业利润总额及同比增速


资料来源: 中国水泥网、中国水泥协会、数字水泥网, 国联证券研究所

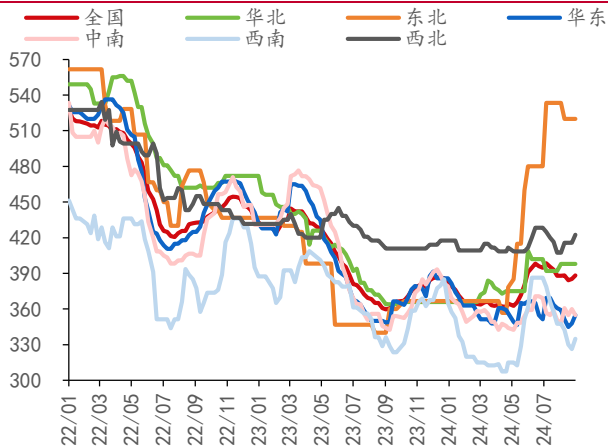
区域间分化较大, 2024Q2 水煤价差东北>西北>华北>华东>中南>西南, 东北区域水泥价格显著改善。分区域来看, 华北/东北/华东/中南/西南/西北 2024Q2 水泥单吨均价分别 384/417/359/353/337/413 元, 分别 yoy-33/+38/-58/-82/-55/-18 元, 分别 qoq+14/+50/-5/-7/+8/+1 元; 吨水泥煤炭价差均值分别为 312/345/287/281/265/341 元, 分别 yoy-28/+44/-53/-77/-50/-13 元, 分别 qoq+18/+54/微降/-3/+12/+5 元; 水泥库容比 Q2 均值分别为 64.8%/43.6%/69.9%/69.4%/64.3%/68.9%, 分别 yoy+1.8/-27.2/-3.0/-7.2/-3.6/-6.6pct, 分别 qoq+5.1/-12.9/+5.9/+2.2/-7.0/+7.5 pct。各区域表现分化较大, 源于需求差异及错峰协同执行力度与效果差异, 其中东北地区错峰停窑力度明显好于全国平均水平, 且同比错峰停窑力度大幅提升, 水泥价格涨幅领先。

图表5: 2024Q2 北方地区水泥行业景气度边际改善明显 (单位: 元/吨)

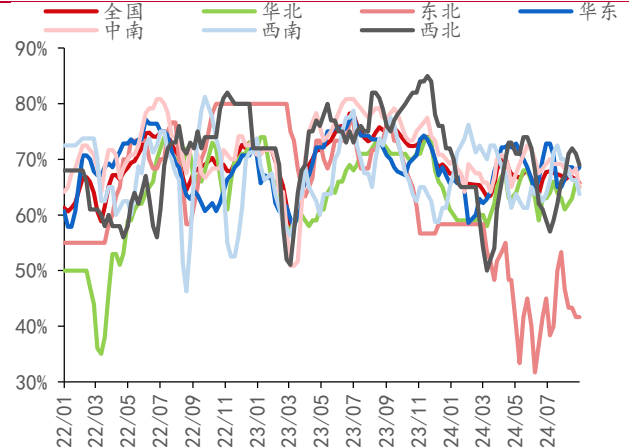
	全国单吨水泥均价			YOY			水泥煤炭价差均值			YOY		
	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2
全国	372	369	375	-12%	-15%	-10%	299	293	303	-12%	-14%	-11%
华北	377	370	384	-13%	-18%	-8%	304	294	312	-12%	-17%	-8%
东北	393	367	417	-3%	-15%	10%	319	291	345	0%	-14%	14%
华东	361	363	359	-16%	-18%	-14%	287	287	287	-17%	-18%	-16%
中南	356	360	353	-19%	-20%	-19%	282	284	281	-21%	-20%	-22%
西南	334	330	337	-14%	-15%	-14%	260	254	265	-14%	-13%	-16%
西北	413	412	413	-4%	-4%	-4%	339	337	341	-2%	0%	-4%

资料来源: 数字水泥网、Wind, 国联证券研究所

注: 图表中华北包括天津、北京、河北、山西、内蒙古; 东北包括辽宁、吉林、黑龙江; 华东包括上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东; 中南包括河南、湖北、湖南、广东、广西、海南; 西南包括重庆、四川、贵州、云南、西藏; 西北包括陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆。后文同。

图表6：分区域水泥价格（元/吨）


资料来源：数字水泥网，国联证券研究所

图表7：分区域水泥库容比


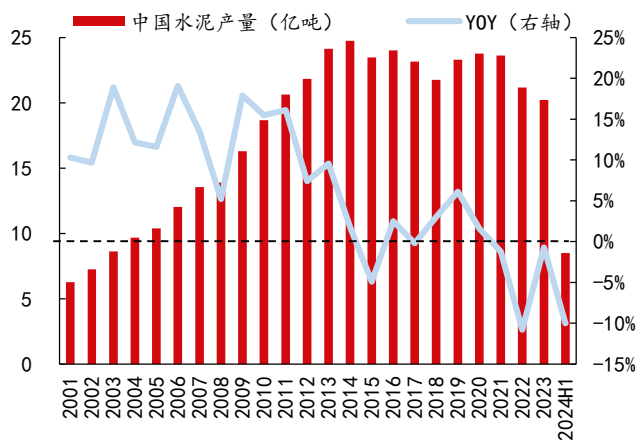
资料来源：数字水泥网，国联证券研究所

2024Q2 水泥行业盈利基本企稳且有一定边际改善，我们认为主要原因为，在水泥全行业亏损面持续扩大的背景下，行业协同环比明显加强，2024M5 起各地陆续加大错峰力度以呵护水泥销售价格；同时，2024M6 起实施的新国标预计将提高水泥生产成本，一定程度支撑涨价氛围。另一方面，需求延续偏弱，水泥价格推涨难度相对较大，全国水泥行业整体盈利改善幅度相对有限。

1.2 需求：2024H1 水泥需求持续偏弱，房建延续较大拖累

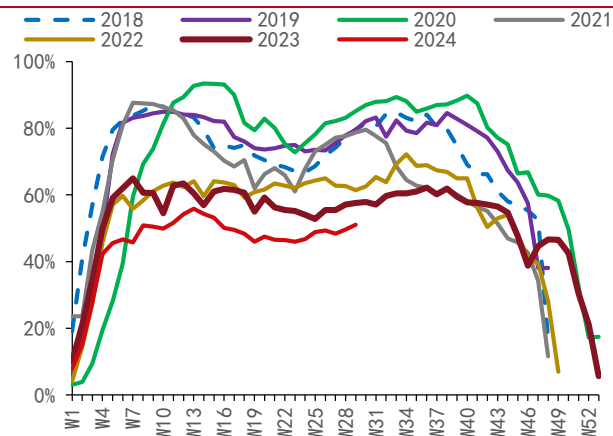
2024H1 水泥需求持续偏弱，房建延续较大拖累、基建需求支撑偏弱。水泥主要应用于地产（25%-35%）/基建（30%-40%）/农村建设（30%）。2024H1 水泥需求偏弱，观察三个微观指标：（1）2024H1 水泥产量为 8.5 亿吨，同比-10%；（2）2024H1 水泥出货率基本维持在 40-56%（不考虑需求淡季），处于近 7 年较低位置；（3）2024H1 水泥磨机开工率基本维持在 35%-56%（不考虑需求淡季），处于近 9 年较低位置。2024H1 水泥需求偏弱的主要原因：（1）地产为代表的房屋新开工持续承压，2024H1 房屋新开工面积为 3.8 亿平方米，同比-24%。（2）2024H1 基建投资增速维持较高水平，同比+7.7%，广义基建投资三个领域，电力等、水利等、交运等 2024H1 投资增速分别为 +24.2%、0.7%、6.6%（三个领域投资 2024H1 在广义基建投资中占比分别为 24%、41%、35%，电热气水生产和供应对水泥的需求较少）；基建对水泥需求有一定支撑，但难以对冲地产等下滑对水泥需求的拖累。

图表8：2024H1 国内水泥产量同比-10%



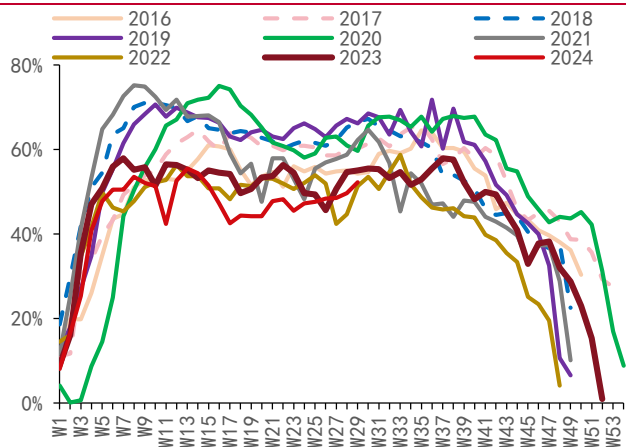
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：2024H1 水泥出货率处于2018年以来偏低水平



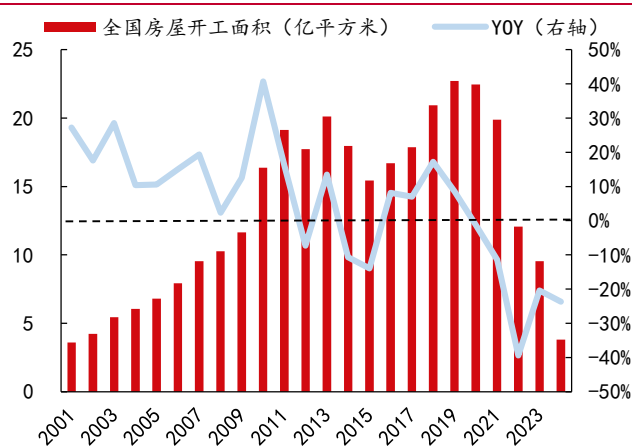
资料来源：数字水泥网，国联证券研究所
注：春节后作为每年第一周。

图表10：2024H1 磨机开工率处于2018年以来偏低水平

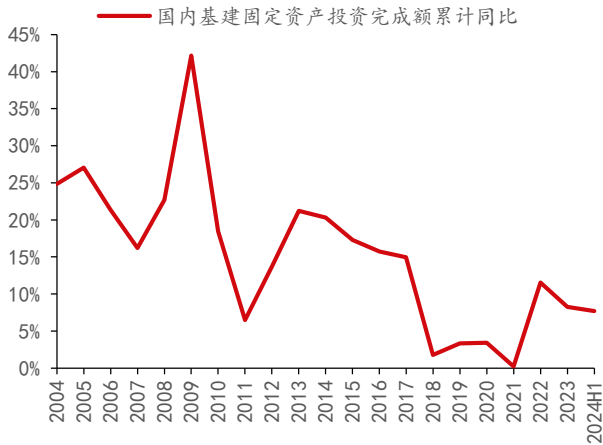


资料来源：数字水泥网，国联证券研究所
注：春节后作为每年第一周。

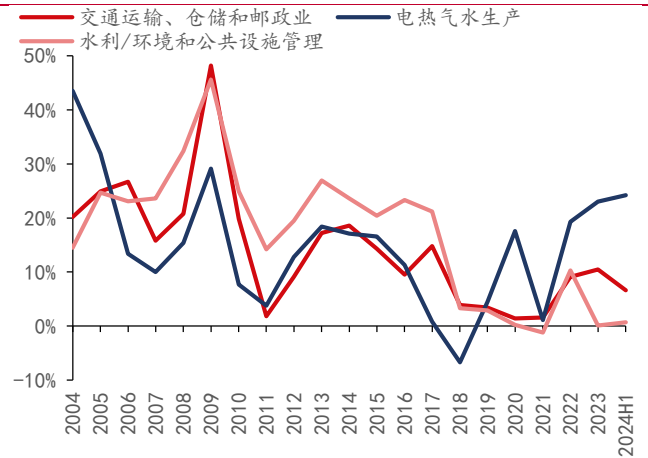
图表11：2024H1 国内房屋新开工面积同比-24%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12: 2024H1 国内基建固定资产投资完成额同比+7.7%


资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 分行业固定资产投资完成额累计同比增速


资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.3 供给: 近期水泥行业协同有所加强, 东北错峰力度最强

2024M5 以来水泥行业协同有所加强, 东北错峰力度最强。2024/3/31 中国水泥协会发布倡议书, 提倡“挽救行业要靠自律自强, 要坚决执行常态化错峰生产政策, 减少拉低盈利水平削弱自身品牌价值的无效供给”。在水泥全行业亏损面持续扩大的背景下, 行业协同环比明显加强。2024M5 起各地陆续加大错峰力度, 2024Q2 全国水泥产能月均错峰停窑天数为 11 天, yoy+2 天 (vs 2024Q1 全国水泥产能月均错峰停窑天数 21 天, yoy+0.4 天)。分区域来看, 东北、西南、华北地区错峰力度较强, 黑龙江、吉林、辽宁、重庆 2024M5-M6 水泥产能单月错峰停窑天数分别为 15/15 天 (yoy+15/+5 天)、15/15 天 (yoy+15/+5 天)、15/15 天 (yoy 持平/+15 天)、15/20 天 (yoy+3/+5 天), 山西 2024M6 错峰天数为 20 天, yoy+10 天, 错峰停窑力度明显好于全国平均水平, 且同比错峰停窑力度明显大幅提升。

图表14: 2024 年各省市水泥熟料产能错峰停窑天数情况

地区	省份	24 年错峰天数 (天)				相较于 23 年同期 (天)			
		24FY	24Q1	24Q2	24Q3	24FY	24Q1	24Q2	24Q3
西北	陕西	175	70	30	45	45	1	10	35
	宁夏	206	91	25	30	46	22	5	20
	新疆	304	91	91	61	109	15	33	61
	青海	175	68	25	37	25	-22	-12	37
	甘肃	165	70	20	41	35	1	5	26
华北	河北	185	72	30	35	25	-2	5	20
	山西	200	75	40	33	20	6	15	-2
	内蒙古	225	90	30	45	44	0	0	15
东北	黑龙江	227	75	30	45	42	1	20	20
	吉林	225	90	30	45	40	0	20	20

	辽宁	196	90	30	45	31	0	15	20
华东	山东	197	75	40	30	17	1	25	-7
	江西	116	45	30	41	19	5	10	21
	江苏	90	40	20	30	0	-5	0	15
	浙江	90	40	20	30	-5	5	0	0
	安徽	85	35	20	30	-5	5	-10	10
	福建	170	50	30	43	48	5	0	28
	中南	河南	205	80	40	40	30	26	0
湖北		70	35	20	7	10	-5	10	7
湖南		191	45	60	45	21	-10	15	10
广西		150	45	38	37	10	-5	-2	7
广东		90	30	15	35	10	-8	-12	20
西南	四川	140	55	40	35	-21	10	0	-10
	重庆	150	60	50	40	-10	15	10	10
	云南	180	60	60	60	-35	0	10	0
	贵州	250	65	60	65	14	5	0	10
	西藏	90	90	0	0	-75	-34	-41	0
月均错峰停窑天数		14	21	11	13	2	0	2	5

资料来源：卓创资讯、各省市工信厅，国联证券研究所

注：月均错峰停窑天数=错峰总天数÷样本省份数÷月份数。

图表15：2024年部分省市水泥熟料产能月度错峰停窑天数情况

地区	省份	2024年水泥产线错峰天数(天)									YOY(天)								
		M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9
西北	陕西	31	29	10	0	15	15	15	15	15	0	1	0	0	5	5	5	15	15
	宁夏	31	29	31	0	10	15	15	15	0	0	1	21	0	0	5	5	15	0
	甘肃	31	29	10	5	15	n/a	n/a	n/a	n/a	0	1	0	5	0	n/a	n/a	n/a	n/a
华北	河北	n/a	n/a	n/a	10	10	10	10	10	15	n/a	n/a	n/a	5	5	-5	10	-5	15
	山西	31	29	15	20	20	12	8	20	n/a	n/a	n/a	5	10	-3	3	3	5	
	内蒙古	31	29	31	0	15	15	15	15	15	0	1	0	0	0	0	-15	15	15
东北	黑龙江	31	29	15	0	15	15	15	15	15	0	1	0	0	15	5	0	15	5
	吉林	31	29	31	0	15	15	15	15	15	0	1	0	0	15	5	0	15	5
	辽宁	31	29	31	0	15	15	15	15	15	0	1	0	0	0	15	0	15	5
华东	山东	31	29	15	10	10	20	12	8	10	0	1	0	10	-5	20	-3	-7	3
	江西	n/a	n/a	n/a	15	15	15	15	11	n/a	n/a	n/a	2	8	17	4			
中南	河南	31	29	20	20	0	20	10	10	20	20	1	5	10	-10	0	10	n/a	n/a
西南	重庆	n/a	n/a	n/a	15	15	20	20	20	n/a	n/a	n/a	n/a	2	3	5	5	5	n/a

资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

注：n/a表示当月省份有错峰停窑计划，但无法获得准确数据；0表示该省份当月没有错峰停窑。

2. 样本企业收入盈利同比延续较快下降

2.1 样本企业 2024Q2 收入降幅收窄，盈利同比大幅下降

样本企业 2024Q2 收入降幅有所收窄，归母净利润同比大幅下降。我们使用 17 家水泥及水泥链条上市公司作为观察样本（以下简称“样本企业”），样本企业 2024H1

收入为 1,423 亿元，yoy-23%；归母净利润为 4.5 亿元，yoy-95%。其中 2024Q2 样本企业收入为 824 亿元，yoy-22%；归母净利润为 18.7 亿元，yoy-77%。整体来看，在水泥行业协同明显加强的情况下，2024Q2 主要水泥企业经营压力边际缓解，收入同比降幅较 2024Q1 有所收窄，归母净利润同比大幅下降，17 家样本企业中 2024Q1-Q2 单季归母净利为正企业数量分别 8、13 家。

大部分样本企业收入及盈利延续较大的同比下降压力。整体来看，大部分企业面临较大经营压力，2024Q2 延续较大收入/盈利同比下降压力（如 2023 年水泥销量 TOP4 的水泥企业分别为海螺水泥、天山股份、冀东水泥、华新水泥，2024H1 及 2024Q2 收入 yoy 分别-30%/-29%、-26%/-25%、-23%/-15%、+3%/-1%，归母净利润 yoy 分别-49%/-53%、转亏/转亏、-118%/-31%、-39%/-41%）。其中部分企业新业务积极贡献较好（如华新水泥的海外水泥业务及国内骨料/混凝土业务高增贡献较多额外收入及利润）；部分企业受减值等因素影响，利润同比改善较多（如四方新材、海南瑞泽 2024H1 归母净利润分别同比转盈、+48%，主要系减值同比大幅减少，2024H1 减值损失分别为 1,434、861 万元，分别同比减少 1,593、5,458 万元；西藏天路 2024H1 归母净利润 yoy+71%，主要系持有股票的价格上涨，2024H1 公允价值变动净收益为 4,674 万元，yoy+13,621 万元）。

图表16：样本企业营业收入和归母净利润情况

上市公司	营业收入 (亿元)			YOY			归母净利润 (亿元)			YOY		
	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2
海螺水泥	456	213	242	-30%	-32%	-29%	33.3	15.0	18.2	-49%	-41%	-53%
天山股份	397	164	233	-26%	-27%	-25%	-34.1	-19.2	-14.9	转亏	-56%	转亏
华新水泥	162	71	92	3%	7%	-1%	7.3	1.8	5.5	-39%	-28%	-41%
冀东水泥	112	33	79	-23%	-36%	-15%	-8.1	-11.0	2.9	-118%	-39%	-31%
宁夏建材	43	16	27	1%	37%	-12%	0.5	-0.2	0.7	-65%	转亏	-53%
万年青	26	13	13	-37%	-35%	-39%	0.0	-0.1	0.1	-99%	转亏	-94%
上峰水泥	24	9	15	-25%	-35%	-18%	1.7	0.1	1.6	-68%	-92%	-56%
塔牌集团	20	10	10	-31%	-24%	-37%	2.3	1.5	0.8	-53%	-36%	-69%
青松建化	21	5	16	-4%	-21%	3%	2.2	-0.1	2.3	-20%	转亏	-12%
西藏天路	12	3	9	-34%	-43%	-30%	-0.7	-0.7	0.1	71%	13%	转盈
福建水泥	7	3	4	-31%	-23%	-36%	-1.0	-0.8	-0.2	21%	16%	37%
西部建设	99	40	59	-8%	0%	-13%	0.1	-1.1	1.2	-97%	-87%	-47%
四方新材	7	3	4	-27%	-23%	-30%	0.1	0.2	0.0	转盈	18%	80%
海南瑞泽	7	4	4	-7%	-2%	-11%	-0.5	-0.2	-0.3	48%	37%	52%
苏博特	16	6	10	-6%	-13%	-1%	0.5	0.2	0.3	-45%	-48%	-43%
垒知集团	12	5	7	-35%	-33%	-36%	0.7	0.4	0.3	-42%	-13%	-60%
红墙股份	3	1	2	-22%	-24%	-21%	0.3	0.1	0.1	-46%	-37%	-51%
样本企业整体	1,423	599	824	-23%	-25%	-22%	4.5	-14.2	18.7	-95%	转亏	-77%

资料来源：Wind，国联证券研究所

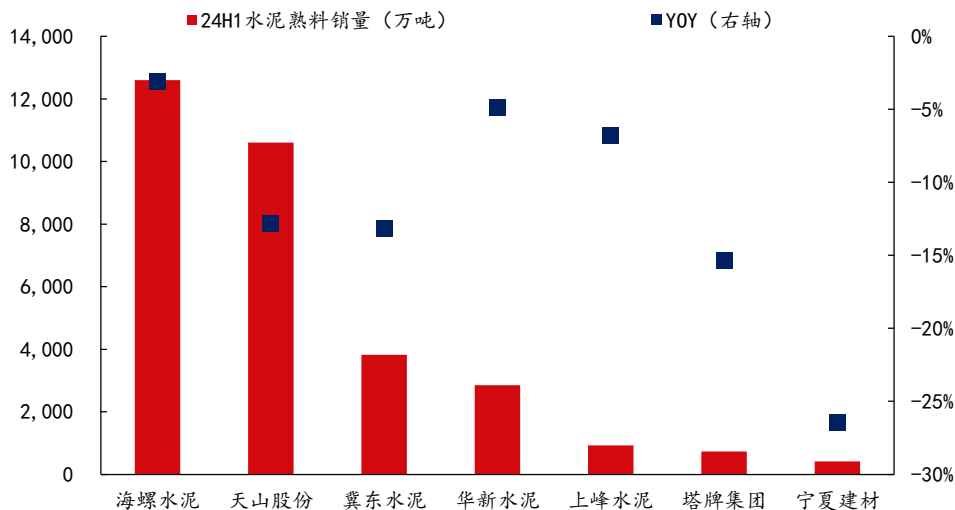
图表17：样本企业毛利率和归母净利率情况

上市公司	毛利率			YOY (pct)			归母净利率			YOY (pct)		
	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2
海螺水泥	18.9%	17.7%	20.0%	-0.5	1.2	-2.2	7.3%	7.0%	7.5%	-2.6	-1.1	-4.0
天山股份	11.4%	7.8%	13.9%	-3.7	-2.5	-4.6	-8.6%	-11.8%	-6.4%	-8.9	-6.8	-10.8
华新水泥	23.7%	21.9%	25.0%	-0.7	1.7	-2.4	4.5%	2.5%	6.0%	-3.0	-1.2	-4.2
冀东水泥	13.8%	-2.3%	20.5%	0.8	-7.3	3.2	-7.2%	-32.9%	3.7%	-4.6	-17.6	-0.8
宁夏建材	4.9%	1.7%	6.8%	-3.3	-2.9	-2.7	1.2%	-1.0%	2.5%	-2.8	-1.6	-2.2
万年青	13.8%	14.6%	13.0%	-7.4	-3.7	-10.7	0.1%	-0.7%	0.8%	-6.4	-5.4	-7.8
上峰水泥	25.4%	22.4%	27.3%	-4.4	-4.0	-5.3	7.1%	1.6%	10.5%	-9.4	-10.8	-9.2
塔牌集团	24.1%	24.5%	23.6%	-3.8	1.3	-8.2	11.4%	15.0%	7.9%	-5.5	-2.7	-8.4
青松建化	22.1%	13.3%	24.9%	-0.7	0.6	-2.0	10.5%	-2.9%	14.6%	-2.1	-4.0	-2.5
西藏天路	10.5%	6.1%	12.0%	0.4	1.4	-0.4	-5.7%	-24.0%	0.7%	7.6	-8.1	12.9
福建水泥	-6.6%	-12.5%	-1.2%	-0.6	-1.2	0.8	-14.8%	-24.8%	-5.4%	-1.8	-2.8	0.1
西部建设	7.9%	4.9%	9.9%	-1.7	-1.6	-1.4	0.1%	-2.8%	2.0%	-1.5	-1.8	-1.8
四方新材	15.0%	15.5%	14.6%	4.2	2.7	5.3	1.6%	4.7%	-1.1%	2.4	1.6	2.7
海南瑞泽	19.2%	20.0%	18.4%	1.2	0.7	1.6	-6.6%	-4.7%	-8.4%	5.1	2.6	7.2
苏博特	34.9%	35.0%	34.8%	-1.3	-1.5	-1.1	3.4%	3.6%	3.3%	-2.4	-2.4	-2.4
垒知集团	23.4%	24.9%	22.3%	2.7	4.7	1.2	6.1%	8.0%	4.6%	-0.7	1.9	-2.8
红墙股份	30.5%	32.7%	29.0%	-1.3	1.4	-3.2	9.2%	10.5%	8.4%	-4.0	-2.2	-5.8

资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 2024H1 吨净利 yoy-21 元，海螺/塔牌/宁夏建材排名前三

海螺水泥和天山股份产能及销量领先优势较大，冀东/华新次之，其他样本企业 2023 年销量均低于 0.30 亿吨。海螺水泥和天山股份产能及销量领先优势较大，2024H1 年两企业销量（主要为水泥和熟料对外销售，不含内部抵消，下同，实际数据中水泥为主）分别为 1.26、1.06 亿吨，分别 yoy-3%、-13%。冀东水泥、华新水泥均超 0.20 亿吨，2024H1 销量分别为 0.38、0.28 亿吨，分别 yoy-13%、-5%。产能规模较大的企业市场覆盖相对更广，受个别市场影响稍小，近年销量变动幅度相对较小，其销量变动更多与主要区域水泥需求变动一致。其他样本企业 2024H1 销量均低于 0.10 亿吨。

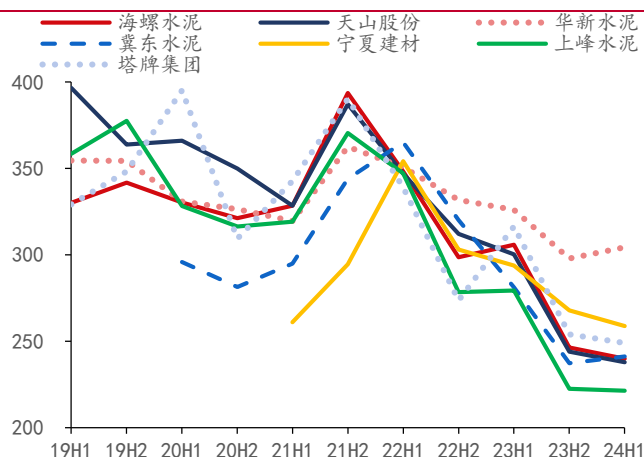
图表 18：2024H1 样本水泥企业销量及变化


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：销量口径为水泥和熟料对外销售量的总和，不含内部抵消。

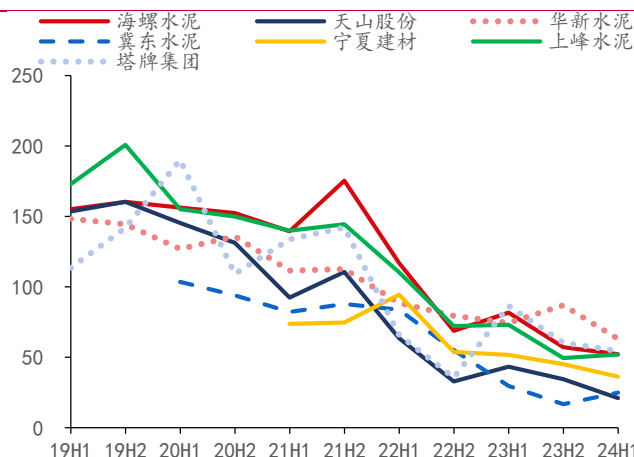
大部分样本水泥企业 2024H1 水泥吨毛利/吨净利均同比下降，单吨费用小幅增长，吨净利 TOP3 分别为海螺水泥、塔牌集团、宁夏建材，海螺吨毛利/吨净利分别高于样本企业均值 9 元/19 元，差异有所减小。从水泥单吨售价来看，大部分样本水泥企业单吨售价变动趋势一致，2024H1 单吨售价同比下降 20-70 元不等，环比下降 1-10 元不等。其中，华新水泥、冀东水泥 2024H1 水泥单吨均价分别环比+6、+4 元，主要原因分别为华新水泥海外售价提高、2024Q2 东北错峰力度加大推动水泥价格率先回暖。从水泥单吨毛利来看，大部分企业 2024H1 单吨毛利同比下降 4-33 元不等，环比下降 5-25 元不等。2024H1 样本企业单吨毛利 TOP3 分别为华新水泥、塔牌集团、海螺水泥，分别为 63、54、52 元，分别 yoy-11、-32、-30 元。从水泥单吨费用来看，大部分企业 2024H1 单吨费用小幅增长。从水泥单吨净利来看，单吨净利和单吨毛利变动趋势基本一致；2024H1 样本企业单吨净利 TOP3 分别为海螺水泥、塔牌集团、宁夏建材，分别为 29、29、27 元，分别 yoy-31、-35、-14 元。7 家样本水泥企业 2024H1 吨毛利、吨净利均值分别为 43 元、10 元，分别 yoy-20、-21 元；两个指标标准差分别为 16 元、24 元，分别 yoy-5、-5 元，显示企业间表观盈利情况有一定收窄。海螺 2024H1 吨毛利、吨净利分别高于均值 9 元、19 元，yoy 分别-10 元、-9 元，海螺盈利延续高于行业平均水平表现，但 2024H1 表观盈利优势同比有所收窄。

图表19: 样本水泥企业水泥熟料单吨售价 (元)



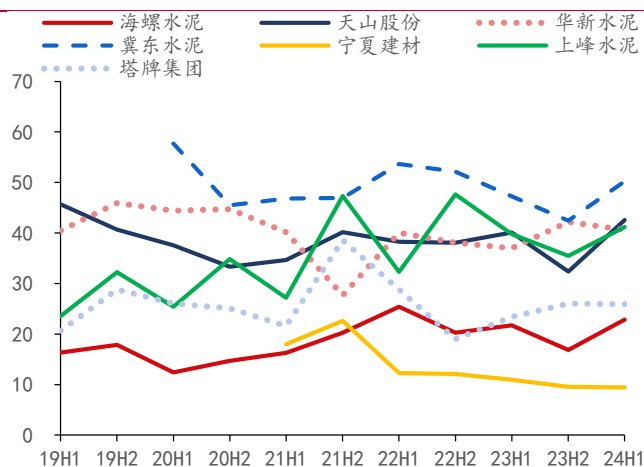
资料来源: Wind、各公司年报, 国联证券研究所
注: 1. 单吨售价=水泥和熟料对外销售收入/销量;
2. 冀东水泥未披露 2019H1 销量数据; 宁夏建材未披露 2019H1、2020H1 销量数据。

图表20: 样本水泥企业水泥熟料单吨毛利 (元)



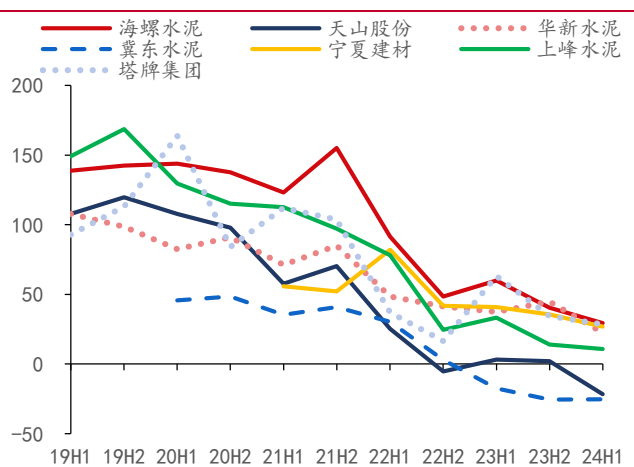
资料来源: Wind、各公司年报, 国联证券研究所
注: 1. 单吨毛利=水泥和熟料对外销售毛利/销量;
2. 东水泥未披露 2019H1 销量数据; 宁夏建材未披露 2019H1、2020H1 销量数据;
3. 2021 年会计准则进行调整, 运费从销售费用科目移至销售成本科目。

图表21: 样本水泥企业水泥熟料单吨费用 (元)

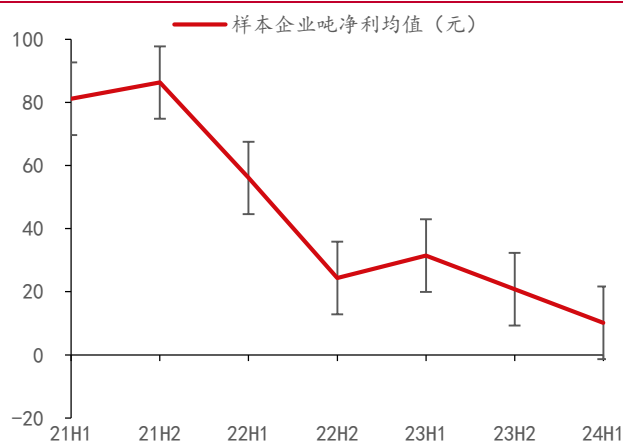


资料来源: Wind、各公司年报, 国联证券研究所
注: 1. 单吨费用=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)*水泥熟料对外销售收入/营业总收入/销量;
2. 冀东水泥未披露 2019H1 销量数据; 宁夏建材未披露 2019H1、2020H1 销量数据;
3. 2021 年会计准则进行调整, 运费从销售费用科目移至销售成本科目。

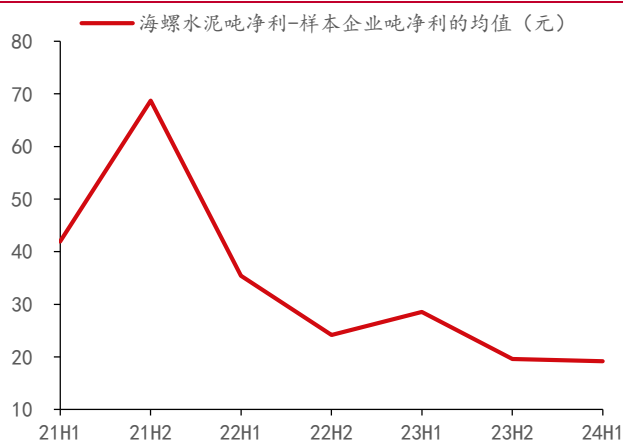
图表22: 样本水泥企业水泥熟料单吨净利 (元)



资料来源: Wind、各公司年报, 国联证券研究所
注: 1. 单吨净利=单吨毛利-单吨费用;
2. 冀东水泥未披露 2019H1 销量数据; 宁夏建材未披露 2019H1、2020H1 销量数据。

图表23：样本水泥企业吨净利均值


资料来源：Wind、各公司年报，国联证券研究所
 注：数据使用测算表观吨净利进行计算，或与实际情况有所出入

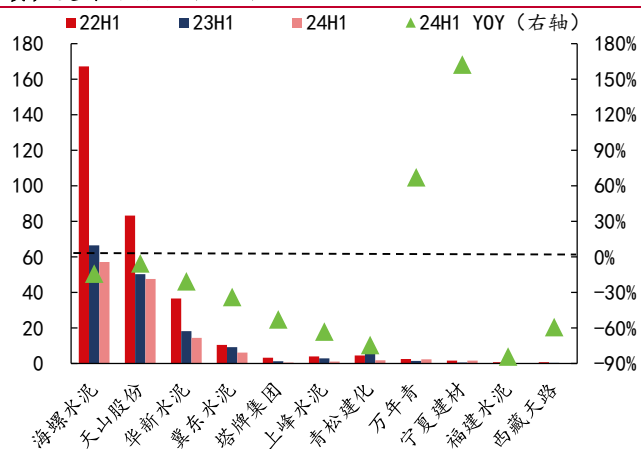
图表24：海螺水泥与样本水泥企业平均吨净利的差值


资料来源：Wind、各公司年报，国联证券研究所
 注：数据使用测算表观吨净利进行计算，或与实际情况有所出入

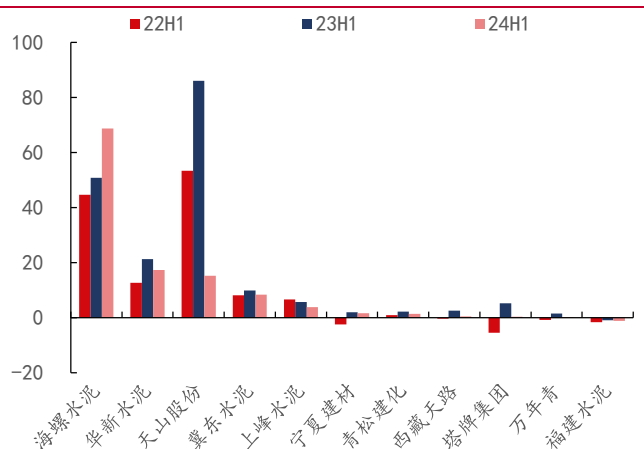
2.3 2024H1 水泥企业资本开支减少，净现金流规模同步下降

2024H1 样本水泥企业资本性支出同比减少较多，资本性支出部分用于拓展新业务/新市场，中小企业主要用于产能置换以及技改优化。盈利持续承压的背景下，2024H1 大部分样本水泥企业资本性支出同比继续呈减少态势，样本水泥企业 2024H1 整体资本性支出为 133 亿元，同比-26 亿元。海螺/天山/华新资本支出规模排序前三，2024H1 其资本支出分别为 57/47/14 亿元，yoy 分别-9/-3/-4 亿元（vs 冀东水泥/万年青/宁夏建材/青松建化 2024H1 资本支出分别为 6/2/2/2 亿元，分别 yoy-3/+1/+1/-5 亿元）。近年水泥企业资本开支主要应用于四方面：（1）水泥熟料产能置换项目，或并购支出；（2）产业链延伸，新建骨料/商混产能；（3）龙头企业拓展新业务/新市场，比如海螺水泥拓展光伏电站/光伏玻璃业务，华新水泥布局海外水泥产能；（4）技术改造/优化升级。龙头企业资金实力雄厚，围绕水泥主业积极拓展新业务和新市场；中小企业资本开支或以产能置换项目以及技改优化为主。

2024H1 大部分样本水泥企业经营现金流同比减少较多，海螺净流入规模逆势扩大。大部分样本水泥企业 2024H1 经营现金流净流入规模同比下降 0-5 亿元不等。其中，海螺水泥 2024H1 经营活动现金流量净额为 69 亿元，yoy+18 亿元/+35%，经营现金流净流入规模逆势增加，为其业务拓展提供有力支撑；天山股份 2024H1 经营活动现金流量净额为 15 亿元，yoy-71 亿元/-82%，主要系公司销售商品收到的现金比例减少所致，2024H1 收现比 yoy-10pct 至 90%。

图表25：样本水泥企业购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表26：样本水泥企业经营活动现金流量净额（亿元）


资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 投资建议：水泥盈利估值底，关注积极变化

我们认为我国水泥需求已进入平台期且边际有一定下降，化解水泥产业过剩局面核心工作应聚焦供给侧。近期多省行业协会密集发声密集倡议对于加强主要企业对当前严峻局面的深刻认知有积极意义，同时企业间近期也积极响应加强协同，错峰力度有所加强。另一方面，近年政策对于约束产能、引导存量产能水平提高有一定工作，我们认为还有较多政策空间值得挖掘，关注包括水泥行业碳交易市场建设等政策进一步发力，我们对水泥产业发展前景持乐观态度。

结合我国水泥产业发展历史及产业特征，目前水泥行业盈利或处于历史较低区域，同时主要水泥企业估值亦处于历史底部区域，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。

图表27：样本企业盈利预测与估值表

公司	总市值	归母净利润			YOY			PE_24E	PE_TTM	近10年分位数	PB_LF	近10年分位数
		24E	25E	26E	24E	25E	26E					
海螺水泥	1,021	85	94	104	-19%	11%	10%	12.03	14.71	98%	0.58	0%
华新水泥	181	23	27	31	-16%	17%	14%	7.77	9.18	46%	0.74	0%
天山股份	307	13	21	27	-33%	59%	26%	23.26	-19.32	0%	0.38	0%
上峰水泥	58	6	7	7	-23%	16%	10%	10.14	15.21	69%	0.68	0%
塔牌集团	79	6	7	8	-17%	17%	16%	12.87	16.35	61%	0.68	0%
西部建设	68	8	9	10	18%	15%	15%	8.92	13.99	22%	0.74	2%
青松建化	49	5	7	8	14%	30%	17%	9.34	12.02	18%	0.78	0%
宁夏建材	47	2	3	4	-31%	49%	25%	23.11	23.77	68%	0.67	1%
万年青	33	2	3	3	9%	11%	7%	13.44	-90.90	0%	0.50	0%
西藏天路	66	1	4	9	121%	292%	111%	59.05	-17.92	0%	1.79	39%
冀东水泥	114	2	5	9	112%	190%	68%	64.43	-5.88	0%	0.41	1%
四方新材	15	-	-	-	-	-	-	-	47.0	84%	0.7	0%
福建水泥	12	-	-	-	-	-	-	-	-4.2	0%	1.1	0%
海南瑞泽	21	-	-	-	-	-	-	-	-4.5	0%	2.2	39%
苏博特	28	1	2	2	8%	27%	24%	18.91	23.88	77%	0.68	0%
垒知集团	23	1	2	2	6%	20%	16%	15.32	21.45	66%	0.64	0%
红墙股份	14	-	-	-	-	-	-	-	21.79	47%	0.85	0%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：1. 上市公司盈利预测均为 Wind 一致性预期；

2. 数据更新时间：2024/9/18；

3. 总市值、归母净利润单位为亿元。

4. 风险提示

原材料价格上涨风险：煤炭是水泥生产主要原材料，如果煤炭价格上涨，对水泥盈利产生较大影响。

房企信用风险蔓延风险：如果房企信用风险蔓延，地产景气度将持续下行，对水泥需求的影响将会持续。

市场竞争加剧风险：如果水泥市场竞争加剧，价格战可能会更加激烈，水泥价格和盈利或将继续下行。

错峰停窑强度不及预期的风险：如果水泥行业错峰停窑强度不及预期，水泥价格和盈利或将延续历史底部区域的运行态势。

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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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/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，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/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。

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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 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