

# 我国水泥熟料进出口历史回溯及对本轮进口冲击的预判

水泥行业系列深度研究报告之二 | 2021.8.17

中信证券研究部

核心观点



**孙明新**  
首席建材分析师  
S1010519090001



**冷威**  
建材分析师  
S1010521050005

近年来由于水泥行业供给侧改革拉高国内价格，我国由水泥出口国变为水泥进口国，一定程度影响到旺季提价弹性。考虑到越南（占我国进口总量的 80%）FOB 已到其国内企业成本价，现有过剩产能体量相对于我国沿海水泥需求占比很小，今年海运费上升明显以及我国要求加强对水泥熟料的检验监管，预计今年水泥熟料进口对旺季提价弹性影响较弱。推荐华新水泥、海螺水泥。

■ **供给侧改革背景下，我国由水泥净出口国变为水泥净进口国。**我国水泥价格中枢 2016 年之后持续上移，相较周边海上邻国也逐渐开始具备一定吸引力，2017 年开始我国由水泥净出口国转变为水泥净进口国。由于熟料相对运输便利且储存时间长，进口以熟料为主水泥为辅，但进口总量占比较低，仅占我国熟料产量的 2.5% 左右（中国水泥协会，海关总署数据）。进口熟料主要运往我国东部沿海经济大省与直辖市，山东与上海占进口总量的 60% 以上（中国水泥协会数据）。

■ **我国进口水泥熟料的本质原因是出口国熟料离岸价与海运费之和低于我国沿海熟料市场价。**我国东部沿海省份供需格局好，产能利用率高，且区域竞争格局优异，水泥价格在全国也处于较高水平。2017-2018 年海运费较低，预计吨成本为 2-4 美元，在水泥价格中占比较小。因此，近年来每年四季度我国沿海水泥需求旺季，进口水泥熟料也达到周期峰值，短期对国内市场旺季提价形成一定压力。

■ **从成本、规模、渠道、政策四方面分析，预计今年越南进口水泥熟料对我国冲击有限。**根据中国水泥协会的数据，我国进口水泥熟料的来源集中，越南占比高达 80%。1) 成本方面，越南出口中国水泥熟料 FOB 与其国内水泥企业总成本线基本持平，加上今年海运费同比翻倍，需要在我国水泥熟料价格明显上涨的前提下，越南水泥进口才有经济性；2) 规模方面，越南水泥产能过剩，水泥企业盈利能力一般，扩产意愿较弱，其现有过剩产能已有 60% 出口至中国，若全部出口至我国，预计相对于我国沿海省份水泥市场容量占比也不大；3) 渠道方面，位于经济腹地的分销渠道与物流供货系统仍然被我国本土企业控制，进口熟料销售渠道受限；4) 政策方面，我国相关部委已正式出台文件推动进口水泥熟料检验监管的强化，加大对进口水泥熟料的质量控制。因此，预计未来水泥熟料进口对国内市场影响有限。

■ **风险因素：**建设项目开工不及预期；错峰生产执行不到位；原材料价格大幅上涨。

■ **投资策略：**从中长期角度看，双碳目标下水泥行业成本曲线抬升，龙头企业具备竞争优势，且对骨料、混凝土等相关业务的布局将打开成长空间。短期看，虽然当前水泥行业需求偏弱，但逐步进入旺季，需求边际转好，叠加当前库存不高，旺季提价提前，预计进口水泥熟料对我国影响有限，我们判断今年下半年水泥企业具备较好的盈利弹性。考虑到当前估值，我们认为龙头企业具备配置价值，推荐华新水泥、海螺水泥，建议关注中国建材。

建材行业

评级

强于大市（维持）

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
华新水泥	18.52	2.69	3.14	3.49	3.71	6.9	5.9	5.3	5.0	买入
海螺水泥	41.43	6.63	6.98	6.96	6.66	6.2	5.9	6.0	6.2	买入
上峰水泥	18.39	2.49	3.08	3.65	4.10	7.4	6.0	5.0	4.5	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 8 月 16 日收盘价



### 每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享 3+最新重磅报告；
- 2、每日分享技能地图 2+技能地图
- 3、每周分享读书笔记

行研报告均为公开版，权利归原作者所有，分发只做内部学习。

扫一扫下方二维码或者直接微信搜索【huobancom】添加客服进群



企业数字化转型，提升工作效率，访问伙伴云官网：[www.huoban.com](http://www.huoban.com) 获取解决方案

目录

供给侧改革背景下，我国由水泥净出口国变为水泥净进口国 ..... 1

近年来国内水泥熟料价格中枢抬升，相较周边国家已经处于较高水平 ..... 1

水泥产品进口以熟料为主，进口需求集中沿海经济大省 ..... 2

我国水泥进口的主要驱动力 ..... 3

东部沿海水泥需求旺盛，四季度供需偏紧加剧..... 3

主要进口来源国 FOB 价格低，海运直供成本压力小 ..... 5

从成本、规模、渠道、政策四方面分析，预计今年越南进口水泥熟料对我国冲击有限 .... 6

成本、规模、渠道、政策因素叠加，预期进口水泥冲击可控..... 7

风险因素 ..... 10

投资策略 ..... 10

## 插图目录

图 1：2015 年以来我国熟料产能与水泥产量基本保持稳定 .....	1
图 2：2016-2018 我国水泥价格随产能控制与行业整合回暖并企稳 .....	1
图 3：我国水泥熟料进口来源集中，主要原产国为越南 .....	2
图 4：越南水泥国内水泥需求走弱，通过出口消化过剩产能，中国为其水泥与水泥熟料重要海外市场 .....	2
图 5：我国水泥进口依存度仍较低，最高到 0.2% 左右 .....	2
图 6：我国熟料进口依存度仍较低，最高到 2.5% 左右 .....	2
图 7：2018 年以来水泥熟料进口量上升凶猛，进口熟料均价与水泥市场价差逐渐拉开 .....	3
图 8：我国水泥熟料进口需求集中于沿海经济大省，山东上海占 60% .....	3
图 9：华东地区水泥熟料产能利用率近年来整体全国最高 .....	4
图 10：我国华东地区水泥行业集中度高，熟料产能集中度超 70% .....	4
图 11：2017 年以来我国东部沿海经济大省与一线城市水泥价格整体高于全国平均 .....	4
图 12：2018 年以来山东与上海建设需求迎来一轮增长，本地水泥产量未同步增长 .....	4
图 13：我国水泥市场供需格局在每年四季度相对偏紧，水泥价格最高 .....	5
图 14：我国水泥熟料进口来源集中，主要原产国为越南 .....	5
图 15：越南水泥国内水泥需求走弱，通过出口消化过剩产能，中国为其水泥与水泥熟料重要海外市场 .....	5
图 16：2017-2018 国际航运价格处于低位，一定程度刺激水泥进出口 .....	6
图 17：山东 2018-2020 四季度水泥熟料进口量与市场价格环比变动 .....	6
图 18：上海 2018-2020 四季度水泥熟料进口量与市场价格环比变动 .....	6
图 19：福建 2018-2020 四季度水泥熟料进口量与市场价格环比变动 .....	6
图 20：2015-2021 全国与重点进口地区水泥熟料量价趋势 .....	7
图 21：越南出口中国水泥熟料 FOB 均价在其国内大型企业成本线附近 .....	8
图 22：今年海运费显著上涨，进一步压缩进口水泥利润空间 .....	8
图 23：海螺水泥海门港码头“进出口+生产+水运”枢纽与区域公司形成市场合力 .....	9

## 表格目录

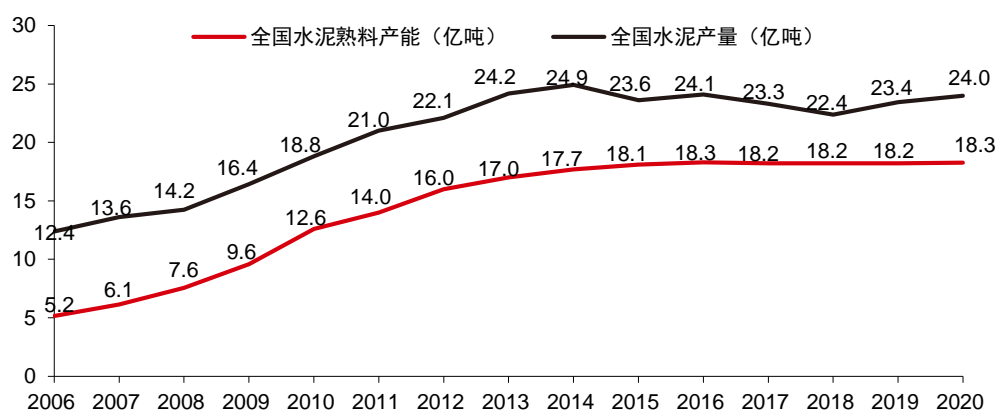
表 1 近两年我国水泥价格在周边国家市场已有一定优势 .....	1
表 2 近两年我国水泥价格在周边国家市场已有一定优势 .....	8
表 3 我国水泥企业海外布局 .....	9

## ■ 供给侧改革背景下，我国由水泥净出口国变为水泥净进口国

### 近年来国内水泥熟料价格中枢抬升，相较周边国家已经处于较高水平

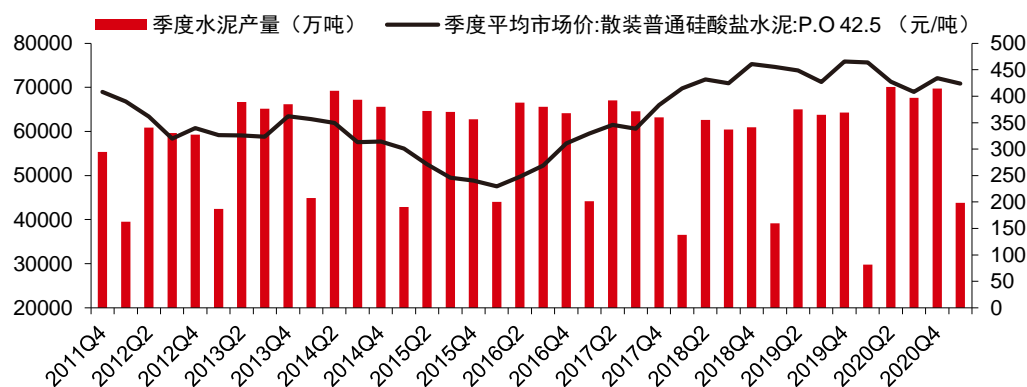
随着供给侧结构性改革的深化，我国水泥产量与产能得到有力控制，自 2016 年水泥价格触底后缓慢回暖，价格中枢上移，2018 年以来普通硅酸盐水泥均价基本平稳在 400~450 元/吨的高平台。中国作为全球最大的水泥需求市场，国内市场价格相较于周边国家价格有一定优势，导致我国从过去一个水泥出口远高于进口的国家，转变为一个水泥进口国。

图 1：2015 年以来我国熟料产能与水泥产量基本保持稳定



资料来源：中国水泥协会，国家统计局，Wind，中信证券研究部

图 2：2016-2018 我国水泥价格随产能控制与行业整合回暖并企稳



资料来源：中国水泥协会，国家统计局，Wind，中信证券研究部

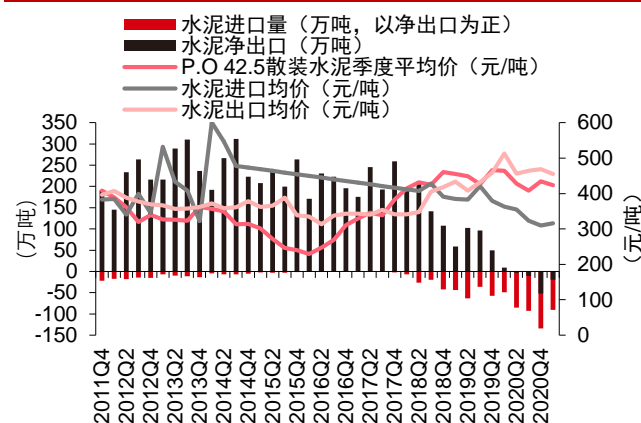
表 1 近两年我国水泥价格在周边国家市场已有一定优势

国家	水泥价格（美元/吨）	备注
美国	124	2020 年均价
印度	101	2021 年 4 月价格
中国	68	2020 年均价，按 6.5 人民币/美元换算 2017 年仅 50 美元左右，对比其他亚太国家处最低水平

国家	水泥价格（美元/吨）	备注
越南	63	2019 年 12 月价格
印尼	59	2021 上半年 Semen Indonesia 均价
韩国	58	2020 年 Ssangyong Cement 均价，按照营收与年产能估算

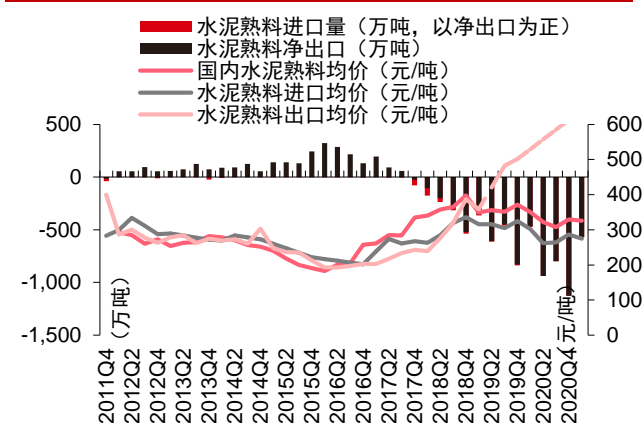
资料来源：卓创资讯，USGS，Mint，FiinResearch，CemNet.com，Global Cement，中信证券研究部

图 3：我国水泥熟料进口来源集中，主要原产国为越南



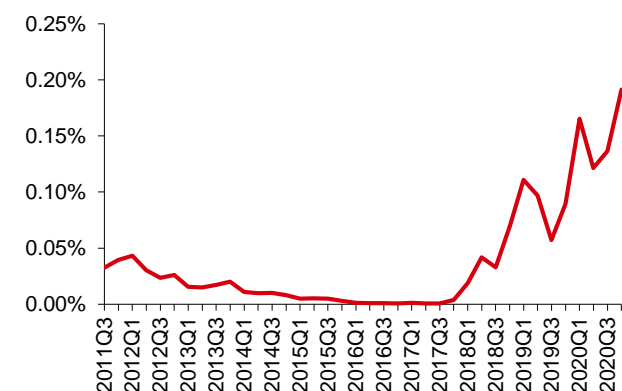
资料来源：中国水泥协会，海关总署，Wind，中信证券研究部

图 4：越南水泥国内水泥需求走弱，通过出口消化过剩产能，中国为其水泥与水泥熟料重要海外市场



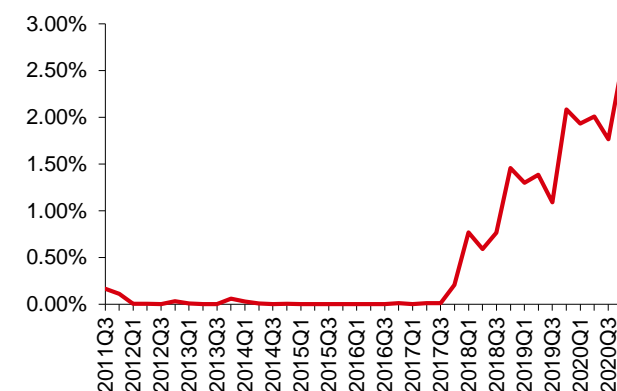
资料来源：中国水泥协会，海关总署，Wind，中信证券研究部

图 5：我国水泥进口依存度仍较低，最高到 0.2% 左右



资料来源：中国水泥协会，数字水泥网，Wind，中信证券研究部

图 6：我国熟料进口依存度仍较低，最高到 2.5% 左右



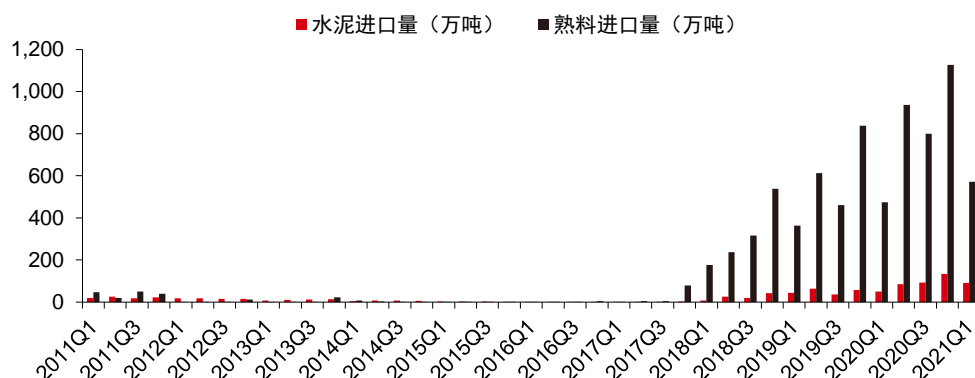
资料来源：中国水泥协会，数字水泥网，Wind，中信证券研究部

## 水泥产品进口以熟料为主，进口需求集中沿海经济大省

成品水泥遇水易硬化结块，熟料相较于成品水泥更易保存，在运输中损耗更低，运输成本更低，因此我国进口水泥产品也以熟料为主、成品水泥为辅，2020 年进口熟料占所有进口水泥制品的 90%。

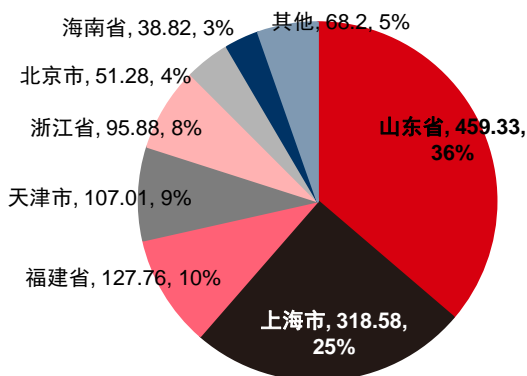
受市场供需、价格以及运输成本影响，我国进口水泥熟料主要流向沿海经济大省，且省份需求相对集中，以典型的 2018 年为例具体而言，山东省和上海市占进口水泥熟料总量的 61%，山东、上海、福建、天津、浙江五省市占进口水泥总量近 88%。

图 7：2018 年以来水泥熟料进口量上升凶猛，进口熟料均价与水泥市场价差逐渐拉开



资料来源：中国水泥协会，海关总署，Wind，中信证券研究部

图 8：我国水泥熟料进口需求集中于沿海经济大省，山东上海占 60%



资料来源：中国水泥协会，中信证券研究部

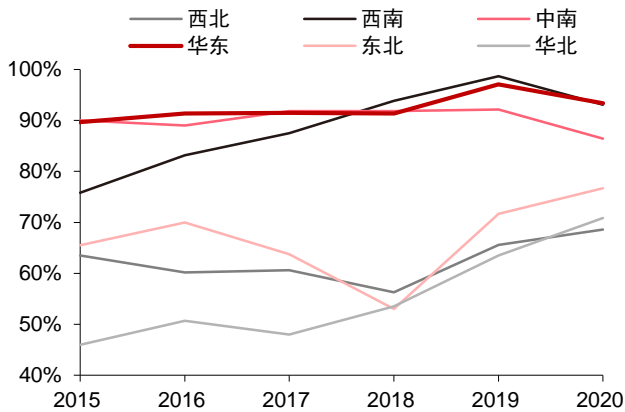
## 我国水泥进口的主要驱动力

### 东部沿海水泥需求旺盛，四季度供需偏紧加剧

东部沿海省份经济活动较多，水泥需求旺盛。就水泥市场供需情况看，近年来沿海主要水泥进口省市主要有两个特点：一是建设需求强劲型，主要为沿海经济与人口大省，如山东、福建等，在 2015-2019 年经历了一轮房地产与城市建设的需求上升；二是供给严控型，主要为沿海经济发达的一线城市与直辖市，如上海、天津，建设需求温和上涨，但受城市产业定位与环保政策影响，对水泥等高排放去产能重点行业限制力度更大，供给紧张。此外，华东地区水泥熟料产能利用率常年保持在 90% 以上，为我国产能利用率最高的区域，且熟料产能的行业集中度高，海螺建材两家企业市占率超过 40%，CR10 超过 70%，良好的供需状况及竞争格局使得华东区水泥与熟料价格在我国各个区域中也处于较高位置，形成对水泥进口的直接激励。

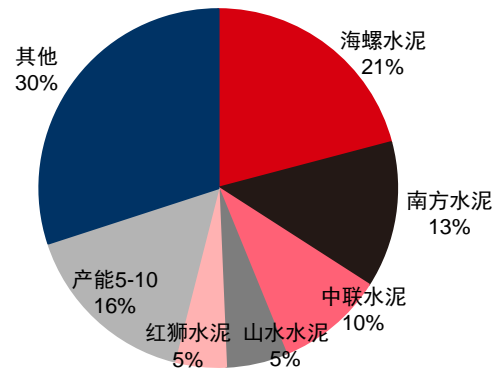


图 9：华东地区水泥熟料产能利用率近年来整体全国最高



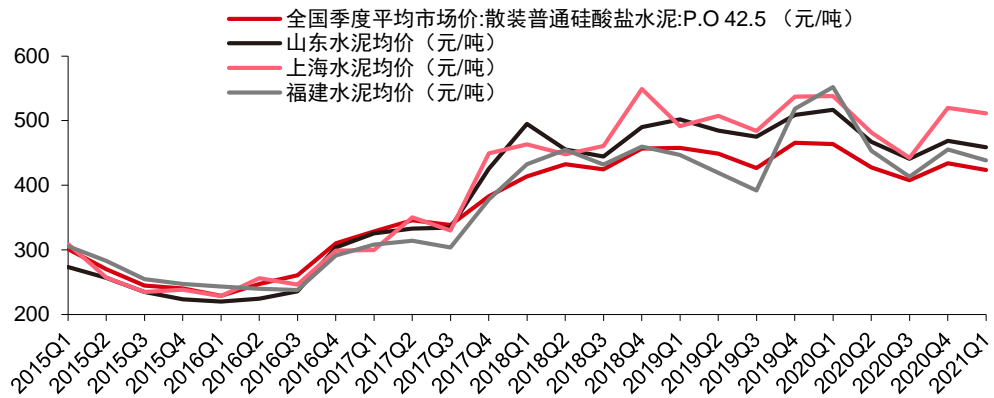
资料来源：中国水泥协会，数字水泥网，中信证券研究部

图 10：我国华东地区水泥行业集中度高，熟料产能集中度超 70%



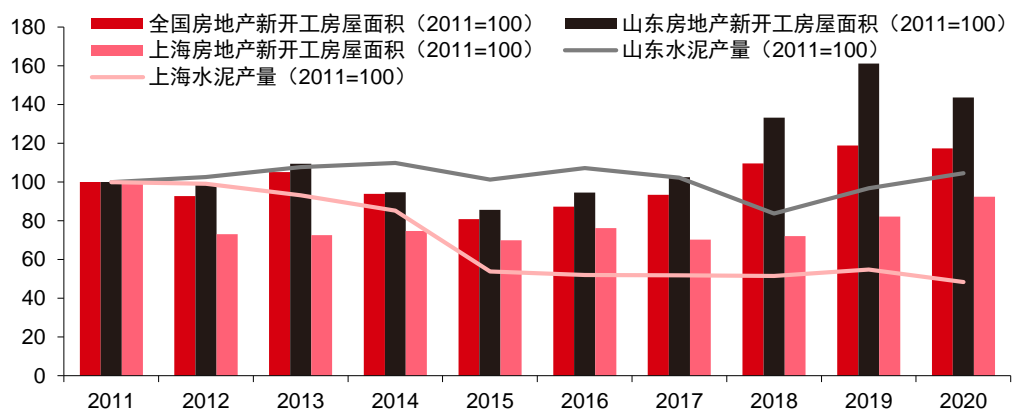
资料来源：卓创资讯，中国水泥协会，中信证券研究部

图 11：2017 年以来我国东部沿海经济大省与一线城市水泥价格整体高于全国平均



资料来源：中国水泥协会，Wind，中信证券研究部

图 12：2018 年以来山东与上海建设需求迎来一轮增长，本地水泥产量未同步增长

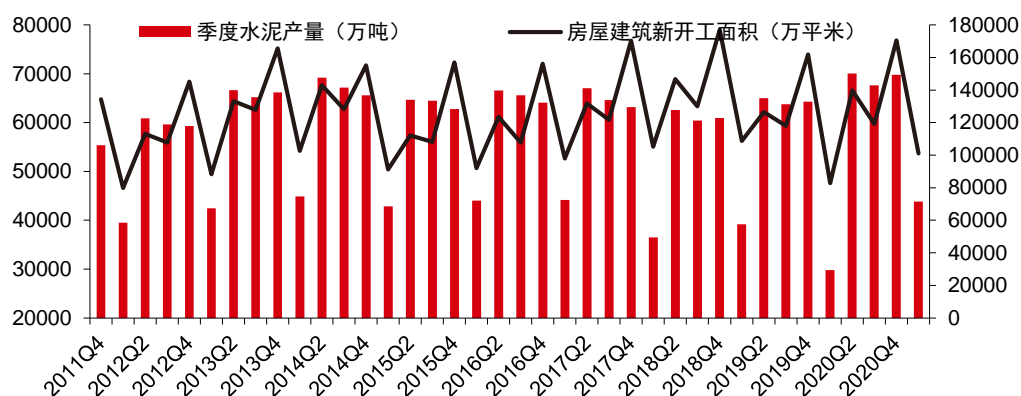


资料来源：中国水泥协会，Wind，中信证券研究部

四季度为华东区需求旺季，价格为全年高点，也是水泥熟料进口集中的季度。对于华东区，水泥下游需求中房屋占比较高，每年四季度为房屋新开工及施工旺季，相应的水泥熟料需求旺盛，因此，华东区水泥价格一般在每年四季度来到当年高位，相应刺激水泥进口在每年四季度达到本年最高（如图 13）。



图 13：我国水泥市场供需格局在每年四季度相对偏紧，水泥价格最高



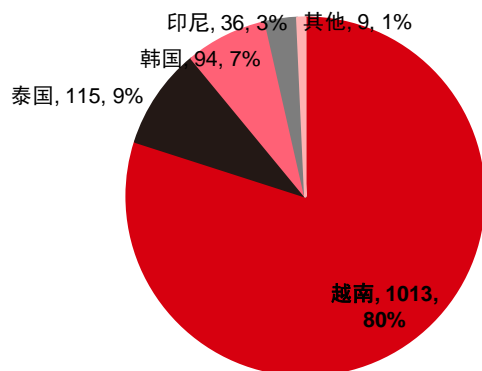
资料来源：国家统计局，中国水泥协会，Wind

### 主要进口来源国 FOB 价格低，海运直供成本压力小

水泥熟料进口价格由出口国港口离岸 FOB（Free on Board）价格与海运费构成，进口受到激励的本质是上述两项之和低于我国沿海水泥熟料市场价格。

**越南 FOB 价格低，出口水泥熟料中 60% 流向中国。**从供给端看，我国进口水泥熟料来源集中，根据中国水泥协会的数据，以典型的 2018 年为例，越南一国占我国当年水泥熟料进口量的 80%，前三位越南、泰国与韩国合计占比达到 96%。其中越南水泥与水泥熟料产能过剩严重，对中国市场依赖性较强。截至 2020 年，越南国内水泥产能超过 1 亿吨，是全球除中国与印度外第三大水泥生产国，但其国内市场水泥需求量仅 6000~7000 万吨，且近年来持续走弱，向周边东南亚各国与中国出口水泥与水泥熟料成为消化其严重过剩水泥产能的主要途径。2020 年越南国内消费水泥 6200 万吨、出口水泥与熟料 3770 万吨，出口水泥与熟料中 2220 万吨流向中国，占比近 60%，中国 2018 年进口越南水泥及水泥熟料的平均 FOB 价格不到 40 美元/吨，显著低于柬埔寨与菲律宾等东南亚国家进口的 46~51 美元/吨。

图 14：我国水泥熟料进口来源集中，主要原产国为越南



资料来源：中国水泥协会，中信证券研究部

图 15：越南水泥国内水泥需求走弱，通过出口消化过剩产能，中国为其水泥与水泥熟料重要海外市场

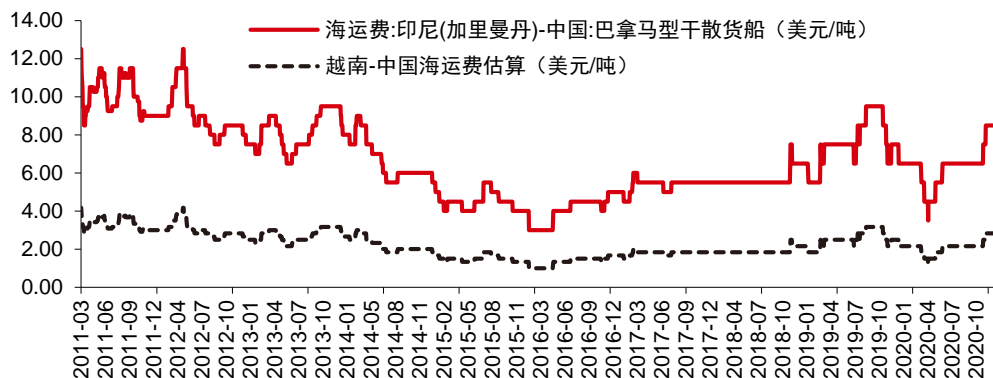


资料来源：中国水泥协会，中国商务部，中信证券研究部

2015-2018 年、2020 年海运费较低。水泥熟料量重价轻，为短腿产品，进口水泥熟

料会受到海运费的影响。根据印尼到我国的巴拿马型干散货船运费，经由距离调整可以估计 2018-2020 由越南到我国东南沿海的水泥与水泥熟料海运费约为 2-4 美元/吨，约仅占水泥进口价的 5%-10%。此外，2017-2018 年国际航运价格处于近十年相对低位，也恰好对应我国开始大规模进口水泥的时段，可见海运费虽然并非显著成本，国际航运价格的降低也有利于刺激水泥进口。

图 16：2017-2018 国际航运价格处于低位，一定程度刺激水泥进出口

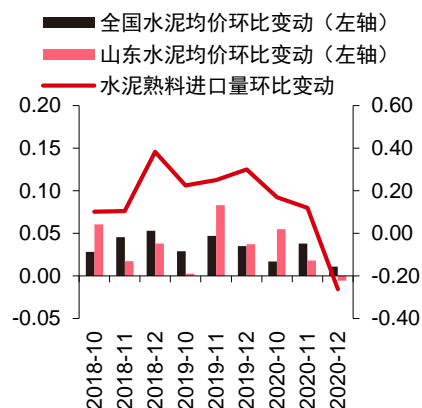


资料来源：Wind，中信证券研究部

### 从成本、规模、渠道、政策四方面分析，预计今年越南进口水泥熟料对我国冲击有限

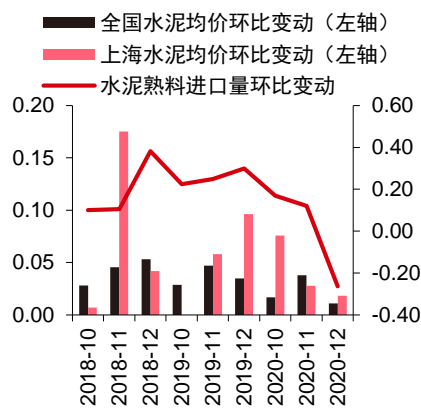
进口水泥熟料相对国内水泥市场有一定价格优势，短期较大的进口水泥熟料增量供给可能对沿海水泥市场旺季价格上涨造成一定抑制作用。2018 年 11-12 月，主要进口省市出现了较为明显的水泥熟料进口量环比上涨，相对于旺季加速上涨的全国水泥价格水平，这期间山东、上海与福建水泥价格上涨趋势均不同程度地放缓，但总体上四季度均价仍保持较显著的环比涨幅。2019-2020 年四季度，水泥熟料进口量维持同比增加，但沿海水泥进口省市拖累水泥价格涨幅的现象已不显著，在此期间，上海和福建的四季度月度环比水泥价格增速甚至明显高于全国平均水平。

图 17：山东 2018-2020 四季度水泥熟料进口量与市场价格环比变动



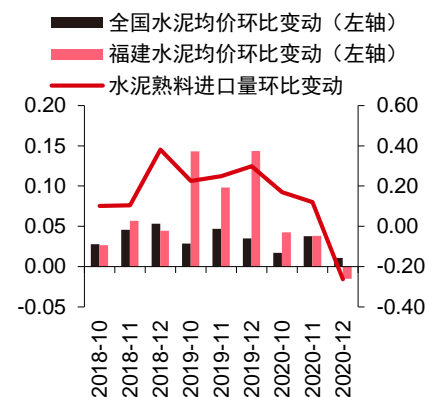
资料来源：中国水泥协会，国家统计局，中信证券研究部

图 18：上海 2018-2020 四季度水泥熟料进口量与市场价格环比变动



资料来源：中国水泥协会，国家统计局，中信证券研究部

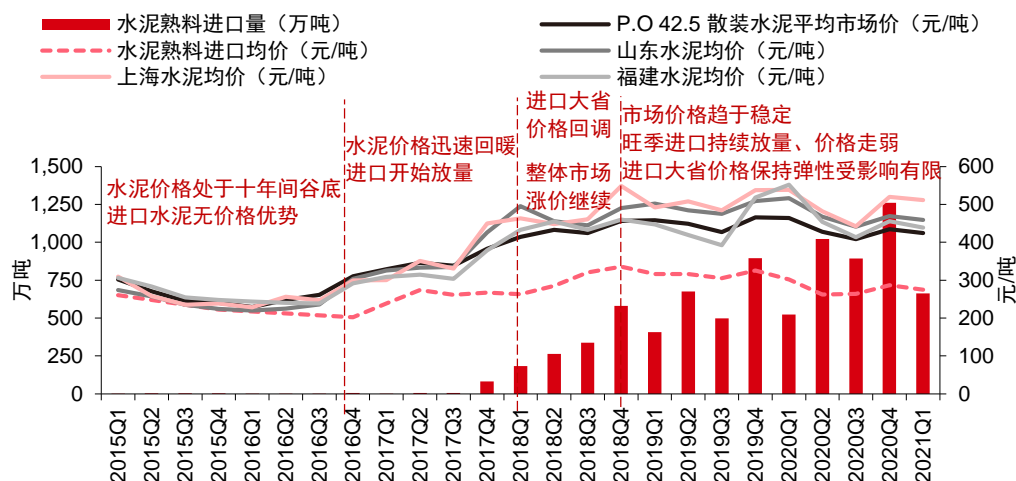
图 19：福建 2018-2020 四季度水泥熟料进口量与市场价格环比变动



资料来源：中国水泥协会，国家统计局，中信证券研究部

由于华东区供需格局及竞争格局优异，每年四季度的价格弹性相较全国也体现的更为显著。虽然进口水泥熟料对四季度的涨价弹性有一定的影响，但是考虑到进口量占比不高，预计影响有限。以 2018 及 2019 年为例，2019 年四季度水泥熟料进口量相较 2018Q4 明显提升，但是 2019Q4 的华东区水泥提价弹性明显优于 2018Q4。

图 20：2015-2021 全国与重点进口地区水泥熟料量价趋势



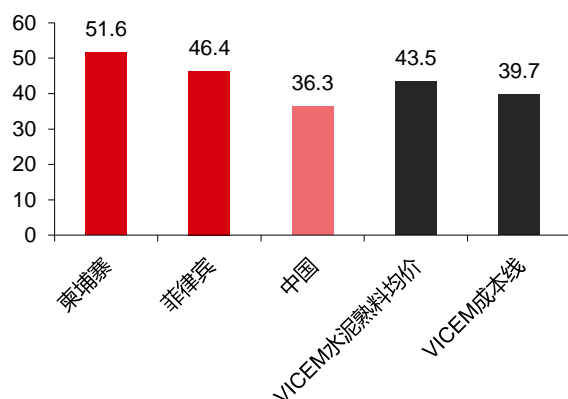
资料来源：国家统计局，中国水泥协会，Wind，中信证券研究部

## 成本、规模、渠道、政策因素叠加，预期进口水泥冲击可控

今年进入 8 月以来，我国东南部、中南部多地水泥价格开始回暖。从往年实际水泥市场价格与进出口数据看，能够观察到相对低价的进口水泥熟料对沿海市场有一定影响但冲击有限。更深入分析原因，我们认为，受成本、规模、渠道、政策四方面因素叠加影响，预期进口水泥对国内沿海水泥市场影响较弱，水泥熟料需求向好，看好今年四季度水泥熟料价格上涨潜力。

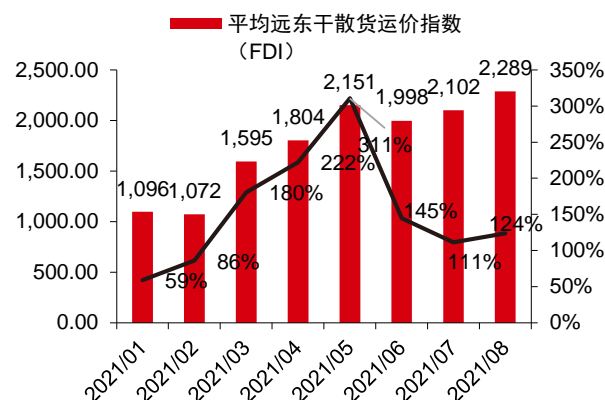
成本方面，进口水泥熟料 FOB 在出口国水泥企业成本线附近，预计今年以来航运价格上涨将成为限制出口意愿的显著因素。据越南海关数据，中国在进口越南水泥贸易中有较强的议价权，中国 2018 年进口越南水泥及水泥熟料的平均 FOB 价格不到 40 美元/吨，显著低于柬埔寨与菲律宾等东南亚国家进口的 46~51 美元/吨。根据越南最大国有水泥企业越南国家水泥公司（VICEM）的经营数据，其 2018 年销售水泥与水泥熟料的均价为 43.5 美元/吨，按净利润率计算的成本线为 39.7 美元/吨，我国进口越南水泥与熟料价格甚至低于其国内销售价格，与越南水泥工业最大规模企业的成本线持平。另一方面，今年以来受疫情影响国际航运价格快速上涨，2021 年 6-8 月月度平均远东干散货运价指数（FDI）同比上涨 111%~145%，对应测算由越南运至我国东部沿海的海运费由约 2.2 美元/吨上涨为 4.6-5.4 美元/吨，创 10 年内新高。实际上，据海关总署最新数据，2021 年 1-6 月进口水泥熟料到岸价格同比上涨 22%，进口量同比增加 11%，相较于之前两年上半年 150%与 22%的增速放缓明显。

图 21：越南出口中国水泥熟料 FOB 均价在其国内大型企业成本线附近（美元/吨）



资料来源：中国水泥协会，中信证券研究部

图 22：今年海运费显著上涨，进一步压缩进口水泥利润空间



资料来源：中国水泥协会，中国商务部，中信证券研究部

规模方面，虽然近年来水泥熟料进口量连年高速增长，其在整体市场容量中占比较小，影响有限。主要进口来源国越南方面产能过剩严重、主观去化产能意愿较强，另外越南水泥企业普遍财务状况不佳，龙头企业考虑财税成本后的吨成本线可与出口中国均价持平，降价空间很有限，主动扩产扩大对中国出口的可能性较低，加之本身体量相对我国市场十分有限，难以形成实质性的市场价格冲击。

表 2 近两年我国水泥价格在周边国家市场已有一定优势

进口省份	2018 水泥熟料进口量(万吨)	2018 水泥产量(万吨)	进口占比 (%)
山东省	459.33	12,619.03	3.51%
上海市	318.58	414.52	43.46%
福建省	127.76	8,831.93	1.43%
天津市	107.01	619.41	14.73%
浙江省	95.88	12,248.26	0.78%
北京市	51.28	396.98	11.44%
海南省	38.82	2,104.15	1.81%
其他	68.2	186,365.72	0.04%

资料来源：中国水泥协会，Wind，中信证券研究部

渠道方面，据越南海关，出口我国的熟料通常不经过分销渠道而作为原材料直接输入本土水泥厂商。目前位于经济腹地的分销渠道与物流供货系统仍然被我国本土企业控制，输入的水泥熟料不直接影响沿海成品水泥市场。以熟料为主的水泥产品国际贸易由其本质特性决定——熟料生产靠近矿产资源而水泥成品生产靠近消费市场。经过一轮行业整合，目前我国水泥与熟料产能 CR10 超过 50%，华东地区可达 70%，2019 版《建材行业淘汰落后产能指导目录》也明确将产能 100 万吨以下粉磨产线列入淘汰名录，占粉磨站企业的 78%，随产能进一步整合，预计来自于独立粉磨站的熟料需求也会迅速缩减。从越南进口熟料价格及其与旺季国内成品水泥市场价格的向上弹性比较，也可以看出越南出口熟料在我国进口市场议价能力较弱，2019 年以来旺季水泥端涨价向进口熟料传导迟钝。

作为进一步验证，我们观察了中国水泥网水泥现货电商平台最新的所有 30 宗商品熟

料信息，其中 9 宗为进口（越南 7 宗，泰国与韩国各 1 宗），21 宗来自内地厂商，越南、泰国与韩国熟料报价平均值分别为 396、430 与 385 元/吨，而内地均价 353 元/吨，可见今年进口熟料已不具价格优势。另外全部 9 宗进口商品熟料都由杭州建详电子商务有限公司作渠道代理，该公司为私企，穿透核查知其唯一企业股东为中国建材股份有限公司，结合其同时大量代理中建材的水泥熟料产品，基本可以判断为中国建材的渠道商，这也验证了内地水泥企业实质控制进口水泥熟料流向内地市场的渠道。

据水泥地理网与相关公司公告，本土行业龙头如海螺水泥在 2018 年就组建海螺贸易公司布局进口熟料与区域间水泥流通，今年 1 月位于江苏南通的海螺新材料码头工程进行环评，设计吞吐量 1230 万吨/年，进口水泥熟料和辅料 300 万吨/年，配套 300 万吨/年磨粉系统，与海门海螺、南通海螺形成三角互补，加强区域供货能力，填补市场空缺，加强区域市场控制力。占据沿海主要市场的本土水泥龙头主动应对进口水泥与熟料冲击，在沿海需求旺盛地区整合熟料进口贸易，利于平滑供需周期，加强进口市场秩序、区域供货能力与定价能力，进口水泥增加或对我国本土大型水泥企业形成战略机遇。

此外，越南、泰国、韩国合计占我国进口水泥总量 90%以上，我国水泥企业并未在上述国家布局。我国水泥主要进口来源国中仅有印尼同时为我国水泥企业海外产能布局国家，可以判断目前出口我国的水泥熟料基本为当地企业生产而非我国企业返销。

图 23：海螺水泥海门港码头“进出口+生产+水运”枢纽与区域公司形成市场合力



资料来源：水泥地理网，海螺水泥公告，百度地图，中信证券研究部

表 3 我国水泥企业海外布局

布局国家	水泥熟料产能 (t/d)	布局企业
印度尼西亚	60800	海螺水泥，红狮水泥，尧柏水泥
柬埔寨	13400	海螺水泥，华新水泥
缅甸	10000	海螺水泥
老挝	15000	海螺水泥，红狮水泥，永福贵
俄罗斯	5000	海螺水泥
乌兹别克斯坦	13200	海螺水泥，华新水泥
塔吉克斯坦	6800	华新水泥
尼泊尔	8800	华新水泥，红狮水泥
坦桑尼亚	4000	华新水泥
哈萨克斯坦	2500	葛洲坝

资料来源：卓创资讯，中信证券研究部



政策方面，今年5月下旬工信部、国家发改委等七部门联合发布《关于提升水泥产品质量规范水泥市场秩序的意见》，要求强化对进口水泥的检验监管，完善进口水泥海关检验检疫要求，强化进口水泥法定检验，严格按照国家技术规范强制性要求实施检验监管，同时研究推动将进口水泥熟料列入法定检验目录，保障进口水泥及熟料质量安全，促进优质产品进口。此政策预计会增大向我国出口水泥熟料海外企业的国际贸易风险与成本，增大出口商对中国市场的不确定性预期，中短期会加强出口商的观望情绪，限制我国进口水泥规模的进一步扩大。

从进口市场的实际反映看，从去年年末开始，水泥进口量同比增速已显著放缓，除今年3、4月份因为去年疫情的基数效应同比增幅较大，其余进口量月份均同比下降，今年5、6月份同比降幅已分别扩大至22%和61%。基于多重因素叠加与市场预判今年四季度进口仍会维持较弱趋势，预计今年进口水泥不会构成需求回暖后沿海水泥市场价格上涨的阻力因素。

## ■ 风险因素

建设项目开工不及预期；错峰生产执行不到位；原材料价格大幅上涨。。

## ■ 投资策略

受成本、规模、渠道、政策四方面因素叠加的影响，结合近期进口市场表现走弱的趋势，我们预期进口水泥对国内沿海水泥市场供需量价影响较弱，水泥熟料需求向好，看好今年四季度水泥熟料价格上涨潜力。同时本土水泥龙头在沿海需求旺盛地区主动整合熟料进口贸易，利于平滑供需周期，加强进口市场秩序、区域供货能力与定价能力，进口水泥增加或对我国本土大型水泥企业形成战略机遇。重点推荐华新水泥、海螺水泥，建议关注中国建材。

## ■ 相关研究

- 消费建材行业系列报告之七一从土地市场变化看消费建材行业大机遇 (2021-08-12)
- 水泥行业系列深度报告之一一从火神材料发展历史看我国水泥企业的骨料业务空间 (2021-08-04)
- 建材行业碳中和专题系列深度报告之二一建筑保温行业：四千亿市场迎集中度提升机遇 (2021-08-03)
- 建材行业重大事项点评一置换新规落地，格局持续优化 (2021-07-22)
- 水泥行业重大事项点评一新材料基金探路产业转型升级 (2021-07-19)
- 建材行业 2021 年中报业绩前瞻—Q2 成本短期影响毛利，高景气主线料可持续 (2021-07-07)
- 防水行业重大事项点评一联合集采，三方共赢 (2021-07-06)
- 建材行业 2020 年年报及 2021 年一季报总结—“压力”测试后，龙头“阿尔法”进一步增强 (2021-05-10)
- 建材行业碳中和专题：政策目标明确，供给端迎来中长期催化 (2021-04-14)
- 玻璃行业系列报告之一：如何看待浮法玻璃行业的供给、需求与库存 (2021-02-23)



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 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；韩国市场以科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 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。