

水泥

供给收缩推动价格上涨，后期或震荡调整为主

作者：

分析师 鲍荣富 SAC执业证书编号：S1110520120003

分析师 王涛 SAC执业证书编号：S1110521010001

分析师 林晓龙 SAC执业证书编号：S1110523050002



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

近期行业动态及核心观点：

- **近期水泥行业动态：**本周（11.13-11.17）水泥指数上涨1.63%，跑赢建材指数。本周全国水泥市场价格环比上涨0.4%。价格上调区域有山东、河南、海南和云南地区，幅度10-30元/吨；价格回落地区主要是上海和江苏，幅度10-20元/吨。11月中旬，国内水泥市场需求表现疲软，全国重点地区水泥企业出货率低于去年同期水平。价格方面，受益于北方冬季错峰生产以及局部限电减产，价格延续小幅上行趋势。鉴于全国水泥市场需求旺季不旺，且长三角地区价格提前松动下行，预计后期价格走势或将震荡调整为主。
- **核心观点：**我们认为当前水泥估值与基本面均在相对底部区域，向下空间有限，我们看好城中村改造加快推进，有望带动明年地产新开工向上，提振水泥需求，水泥价格弹性有望超预期，当前部分A股水泥公司及港股水泥公司股息率维持在较高水平，水泥板块具备进可攻，退可守的优势。基本面来看，当前价格水平下我们预计行业大多数企业已难有盈利，价格向下空间较为有限，我们判断三季度有望形成水泥企业盈利底，四季度有望实现增长。明年若需求有所回升，水泥价格弹性有望超预期。
- **重点推荐标的：**水泥方面推荐价值品种【海螺水泥】，成长性较好的弹性品种【华新水泥】、【上峰水泥】、【青松建化】，以及数字化转型品种【宁夏建材】，混凝土减水剂品种推荐【苏博特】(与化工团队联合覆盖)、【垒知集团】。

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价 格	归母净利润（亿元）				EPS				PE				PB				股息率		
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E	2020	2021	2022
600585.SH	海螺水泥	1241.1	23.4	332.67	156.61	112.76	149.19	6.28	2.96	2.13	2.82	3.73	7.92	11.00	8.30	0.68	0.68	0.64	0.61	9.1%	10.2%	6.3%
600425.SH	青松建化	62.3	3.9	3.15	4.15	6.05	7.66	0.20	0.26	0.38	0.48	19.77	14.99	10.29	8.13	1.24	1.18	0.96	0.86	0.0%	3.5%	2.6%
000401.SZ	冀东水泥	186.1	7.0	28.10	13.58	5.42	11.94	1.06	0.51	0.20	0.45	6.62	13.71	35.00	15.56	0.58	0.61	0.56	0.55	3.8%	10.7%	2.1%
000672.SZ	上峰水泥	84.0	8.7	21.76	9.49	8.94	11.00	2.24	0.98	0.92	1.13	3.86	8.86	9.42	7.67	1.01	1.00	0.92	0.80	8.2%	7.7%	4.0%
000789.SZ	万年青	58.8	7.4	15.93	3.88	6.32	7.73	2.00	0.49	0.79	0.97	3.69	15.04	9.33	7.60	0.79	0.85	0.76	0.72	9.5%	10.9%	3.5%
000877.SZ	天山股份	619.4	7.2	125.30	45.42	26.35	57.33	1.45	0.52	0.30	0.66	4.94	13.64	23.51	10.80	0.82	0.76	0.75	0.72	0.8%	4.6%	3.8%
002233.SZ	塔牌集团	87.5	7.3	18.36	2.66	8.13	9.25	1.54	0.22	0.68	0.78	4.77	32.87	10.77	9.47	0.75	0.77	0.75	0.72	5.9%	8.4%	1.6%
600449.SH	宁夏建材	101.7	21.3	8.01	5.29	3.98	5.16	1.68	1.11	0.83	1.08	12.69	19.23	25.53	19.73	1.50	1.44	1.39	1.33	3.1%	2.5%	1.8%
600801.SH	华新水泥	282.3	13.6	53.64	26.99	26.90	38.79	2.56	1.29	1.29	1.87	5.31	10.55	10.53	7.26	1.07	1.04	0.95	0.86	8.1%	7.5%	3.8%
603916.SH	苏博特	50.6	12.0	5.33	2.88	1.99	3.49	1.27	0.69	0.47	0.83	9.50	17.57	25.62	14.51	1.29	1.21	1.19	1.12	2.5%	3.0%	2.5%
002398.SZ	垒知集团	36.3	5.1	2.72	2.11	2.35	3.04	0.38	0.29	0.33	0.43	13.39	17.27	15.47	11.95	1.07	1.01	0.97	0.91	1.6%	1.6%	1.6%

注：表中市值数据截至2023年11月17日收盘。归母净利润预测来自天风建材团队，资料来源：Wind、天风证券研究所

风险提示：水泥需求大幅下滑、行业竞争加剧、煤炭价格上涨

水泥链公司三季报总结：部分水泥业绩同比开始转正，减水剂仍承压

- 水泥：23Q3水泥企业收入利润环比继续下滑，量价两端均承压，Q3行业出货率整体低于去年同期水平，且由于库存压力较大，价格持续走低，但同比角度，部分企业业绩同比已开始转正，部分公司依靠区位优势表现相对较好，如塔牌、青松建化，华新水泥和上峰水泥则主要依靠非水泥业务的高增，近期水泥价格开始逐渐恢复，我们判断Q4业绩环比有望进一步好转。
- 减水剂：减水剂下游需求同样受到地产端影响而出现下滑，Q3业绩暂未出现改善趋势，减水剂价格端较水泥更稳定，主要受销量下降拖累。我们预计苏博特产能利用率提升后，毛利率及费用率有望改善，中长期来看，减水剂企业的成长性要优于水泥。

图：水泥链上市公司业绩情况一览

证券简称	总市值 (亿元)	年初至今涨幅 (%)	单季度营收 (亿元)						单季度归母净利润 (亿元)					
			23Q1	23Q2	23Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	23Q1	23Q2	23Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比
海螺水泥	1241.1	-14.5%	313.7	340.7	336.1	23%	11%	16%	25.51	39.18	22.04	-48.2%	-20.30%	-14.5%
天山股份	619.4	-16.1%	223.8	310.6	269.4	-21%	-16%	-19%	-12.31	13.73	-0.91	-220.1%	-44.30%	由盈转亏
华新水泥	282.3	-8.4%	66.3	92	83.3	1%	17%	12%	2.48	9.45	6.82	-63.1%	3.20%	6.9%
上峰水泥	84.0	-18.8%	13.9	18.2	16.7	-7%	-11%	3%	1.73	3.59	1.69	-49.4%	-2.00%	21.6%
青松建化	62.3	5.1%	6.2	15.3	14.3	21%	-4%	13%	0.07	2.62	2.40	181.6%	5.40%	62.2%
冀东水泥	186.1	-14.9%	51.8	93	78.6	4%	-22%	-25%	-7.92	4.23	0.47	-239.8%	-69.20%	-90.5%
塔牌集团	87.5	3.4%	13.1	15.6	12.5	5%	16%	-18%	2.33	2.53	1.29	342.4%	107.20%	283.6%
万年青	58.8	-13.7%	19.5	21.5	18.8	-29%	-31%	-26%	0.92	1.75	0.42	-56.0%	-38.20%	-44.0%
福建水泥	24.2	-1.1%	4.5	5.8	4.7	-13%	-15%	-33%	-1.01	-0.32	-0.95	-107.5%	亏损收窄	亏损收窄
宁夏建材	101.7	79.2%	11.4	31.2	32.2	16%	25%	8%	0.06	1.45	1.40	-56.1%	-60.70%	-34.7%
祁连山	82.0	6.3%	8.1	25.3	23.4	-13%	-16%	-7%	0.11	2.27	3.05	279.9%	-54.50%	-10.2%
垒知集团	36.3	-11.7%	7.8	10.4	9.5	-12%	-8%	-9%	0.48	0.77	0.42	-13.4%	-4.10%	-42.5%
苏博特	50.6	-25.1%	6.7	9.9	9.2	-7%	-4%	-5%	0.4	0.57	0.44	-49.6%	-32.50%	-37.7%

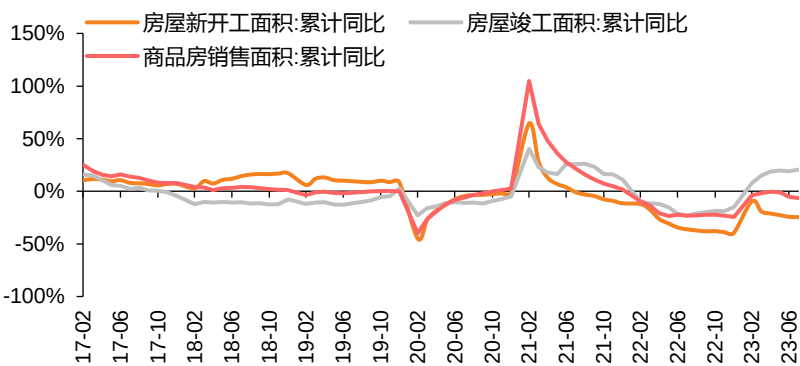
注：表中市值数据截至2023年11月17日收盘。归母净利润预测来自天风建材团队，

资料来源：Wind、天风证券研究所

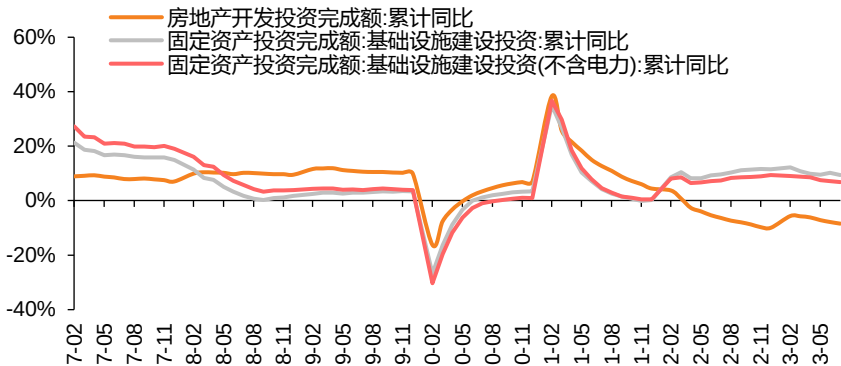
需求：23年水泥需求下滑幅度有望收窄

- 水泥下游主要分为基建、地产和新农村建设三部分，从历史经验来看，水泥产量和地产新开工面积的相关性更强。中性假设下23年水泥需求小幅下滑。
- 23年春节后水泥需求快速恢复，但进入二季度受雨水天气、下游资金短缺等因素影响，旺季需求低于预期。1-10月水泥产量16.86亿吨，同比下滑1.1%，较1-9月下滑0.4个百分点，其中10月单月水泥产量1.91亿吨，同比下滑4.0%，较9月降幅收窄。水泥下游主要分为基建、地产和新农村建设三部分，从历史经验来看，水泥产量和地产新开工面积的相关性更强，若下半年新开工难有好转，我们判断全年水泥需求或仍将继续下滑，但在新开工逐渐接近周期底部情况下，我们预计水泥需求也将逐步企稳，未来再次大幅下滑的可能性较低。

图：房地产销售、新开工、竣工面积同比增速



图：广义基建、狭义基建、房地产开发投资同比增速



表：水泥需求预测

年份	基建投资同比增速	房屋新开工面积同比增速	水泥产量同比增速
2016年	15.7%	8.1%	2.5%
2017年	13.9%	7.0%	-0.2%
2018年	1.8%	17.2%	3.0%
2019年	3.3%	8.5%	6.1%
2020年	3.4%	-1.2%	1.6%
2021年	0.2%	-11.4%	-1.2%
2022年	11.5%	-39.4%	-10.8%
2023E	5.0%	-20.0%	-3.5%

供给：23年错峰力度继续加大，各省区主动追加错峰停窑时间

- 本周北方大部分省区开始执行采暖季错峰停窑，云南窑磨停产增加。北方十五省区陆续开始执行错峰生产计划，河南、山东在11月15日以后停窑率达到80%左右。云南用电负荷减少，叠加错峰生产安排，大部分企业窑磨月内生产量在正常水平的30%-50%。
- 新投产产能：本周暂时没有了解到熟料线新点火投产。

图：当前西北、华北、东北错峰限产情况

区域	地区	停窑时间	停窑天数	备注
西北	陕西	2022.12.1-2023.3.10	100	采暖季100天
		2022.7-2022.9	30	夏季30天
	宁夏	2023.12.1-2023.3.10	100	采暖季100天
		2022.11.1-2023.3.10	130	采暖季错峰130天
		2023.5.1-7.31	30	夏季30天
		2023.11.1-2024.3.31	150	采暖季错峰150天
	新疆	2022.11.1-2023.4.30	165-180	采暖季165天（9月补15天）--180天，夏季 15-45 天、多数地区 30 天
		2023.6.1-2023.6.30	30（夏季）	
	青海	2022 11. 1-2023. 4. 10	120	采暖季错峰停窑
		2023.5	30	夏季错峰停窑
	甘肃	2023.11. 1-2024.4. 10	120	采暖季错峰停窑
		2022.12.1-2023.3.10	100	采暖季错峰生产
华北	河北	2023.5.15-6.15	15	5-6 月期间连续停窑 15 天
		2022.11.15-2023.3.15	120	常态化错峰，实质在12月初库满停窑。
		2023.4.25-2023.5.5	10	增加错峰天数
		2023.6.3-6.17	15	错峰生产
		2023.8.10-8.24	15	错峰生产
	山西	2022.11.5-2023.3.15	77-120	错峰生产
		2023.4.16-2023.4.26	10	错峰生产
		2023.5.25-2023.6.14	15	错峰生产
		2023.7.15-2023.8.5	20	错峰生产
		2023.9.15-2023.10.4	15-19	吕梁15天，其他地市19天。
	内蒙古	2023.11.15-2024.3.15	120	年度错峰天数180-190天。部分企业采暖季错峰提前到20 23.11.1开始执行。
		2022.11.15-2023.4.1	150	采暖季错峰
		20223.4.1-6.30	30	错峰天数增加 30 天，电石渣熟料线等根据通过置换相应减少天数。
		2023.7.1-2023.7.30	30	中西部地区夏季错峰
		2023. 12. 1-2024. 3. 31	120	采暖季错峰
东北	黑龙江	2022.10.15-2023.3.15	152	采暖季错峰
		2023.6	10	错峰停窑
		2023.7	15	错峰停窑
		2023.9	10	错峰停窑
	吉林	2023.10.15-2024.3.15	152	错峰停窑
		2021.11.1-2023.3.31	150	常态化错峰
		2023.6.1-6.30	10	错峰停窑
		2023.7.1-7.31	15	错峰停窑
		2023.9.1-9.30	10	错峰停窑
	辽宁	2023.11.1-2024.3.31	150	常态化错峰
		2021.11.15-2023.4.1	135	常态化错峰，实质在12月初库满停窑。
		2023.4.27-5.27	15	错峰生产
		2023.9.1-9.30	10	错峰停窑
		2023.10.1-10.31	10	错峰停窑
		2023.12.1-12.31	25	错峰停窑
		2024.1.1-3.15	75	错峰停窑
		2024.4.1-4.30	15	错峰停窑
		2024.6.1-4.30	15	错峰停窑
		2024.8.1-8.31	15	错峰停窑
		2024.12.1-12.31	31	错峰停窑

供给：23年错峰力度继续加大，各省区主动追加错峰停窑时间

图：当前华东、中南、西南地区错峰限产情况

区域	地区	停窑时间	停窑天数	备注
华东	山东	2022.11.15-2023.3.15	120	秋冬季错峰
		2023.5.10-5.24	15	错峰停窑
		2023.7.1-7.31	15	弹性错峰停窑。
		2023.8.1-8.31	15	弹性错峰停窑。
		2023.9.24-10.8	15	统一错峰停窑。
	江西	2023年	97	一季度40天。二季度20天：4月7天，5月6天，6月7天。三季度20天：7-8月13天。9月不少于7天。四季度17天：10月不少于7天。11-12月不少于10天。。
	江苏	2023年	80	1-10月累计80天，其中，一季度45天，二季度20天，7月10天
	浙江	2023年	85	一季度35天，二季度20天。7月10天，8月10天，9月10天。
	安徽	2023年	80	1-10月累计80天，其中，一季度30天，二季度30天，7月份10天。
中南	福建	2023年	70	一季度45天。二季度30天。
	河南	2022.11.15-2023.3.15	120	采暖季错峰，1月份复产20天。
		2023.4.20-2023.5.10	20	河南省此期间临时增加20天错峰生产。
		2023.6.1-2023.6.20	20	错峰生产
		2023.8.5-8.24	20	错峰生产
		2023.9.26起	15	错峰生产
		2023.11.15-2024.3.15	120	错峰生产。A级自主减排，B级11月15日至1月20日、2月10日至3月15日停产，C级11月15日至1月31日、2月11日至3月15日停产；D级停满120天。
	湖北	2023年	30-60	A级企业全年错峰生产天数不得少于30天；B级，或有全年协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的水泥熟料生产线适当降低水泥生产负荷，参照2023年错峰生产天数不得少于42天执行；其他水泥生产企业不少于45-60天。二季度5-30天。鄂西区域7-9月增加停窑30天，每月10天。
	湖南	2023年	75-80	一季度长株潭及传输通道城市（岳阳市、常德市、益阳市）50天，其他州市45天。二季度停窑错峰45天。
	广西	2023年	130	一季度50天，二、三季度30天，四季度20天。全年不少于130天，目标150天。
西南	广东	2023年	80	1-4月50天，5-8月30天。
	四川	2023年	140	全年130+X天。一季度45天，二季度40天、其中4月13天、5月12天、6月15天，三季度40天，四季度15天。
	重庆	2023年	140	全年不少于130天。一季度45天，二季度40天、其中4月13天、5月12天、6月15天，三季度40天，四季度15天。
	云南	2023年	170	一季度错峰停窑60天，二季度50天，三季度60天。其中8月22日起统一停窑20天。
	贵州	2023年	245	一季度60天，二季度60天。三季度55天，四季度60天。
	西藏	2023年	165	2023年原计划停窑210天，但需求超预期，变更为165天，停窑计划集中在1-4月份。

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

供给：竞合关系再修复可期，水泥价格中枢仍有望上移

- 从年初各省市公布的错峰生产计划来看，23年错峰天数整体较22年进一步延长，我们认为若需求端能够有所企稳（下滑幅度在5%以内），供需或能够保持动态平衡，再次发生价格战的可能性较低。
- 中长期来看，我们认为水泥价格中枢仍有望上移，核心在于供给端能动性。水泥价格往往受到产能利用率的影响而经历波动，而后随着新的供给关系的确立，价格中枢仍有望上移，甚至突破新高。以北方地区为例，北方地区产能利用率在18年左右触底，其中华北地区不到50%，西北地区56%，但水泥价格于16年触底后，价格中枢再次出现反弹，2022年华北、西北地区产能利用率均不足70%，但全年价格均创下新高，较此前底部分别上涨236/139元/吨，而华东地区产能利用率过去五年均维持在90%以上，未经历较大波动，22年同比下滑8pct达到94%，同时水泥价格也同比大幅下滑52元，从其他地区的经验来看，产能利用率的下滑可能在一段时间内对价格造成扰动，但其绝对水平的高低与价格中枢的高低关系并不绝对，若新的协同关系得以重塑，则未来价格修复的可能性仍然存在。

图：各地区水泥均价（元/吨）/产能利用率（2012-2022）

	华北		东北		华东		中南		西南		西北	
年份	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率
2012	337	62%	453	100%	347	87%	355	87%	306	74%	387	68%
2013	315	55%	429	86%	344	85%	331	91%	333	82%	367	68%
2014	301	55%	405	81%	345	88%	356	92%	350	78%	361	68%
2015	256	45%	339	59%	270	84%	291	87%	259	74%	334	63%
2016	267	49%	312	64%	276	83%	291	85%	265	80%	337	60%
2017	356	47%	349	58%	365	87%	363	88%	339	84%	394	60%
2018	399	56%	401	53%	472	92%	453	91%	423	95%	434	56%
2019	433	65%	360	73%	485	97%	473	92%	418	98%	442	66%
2020	425	74%	342	78%	482	98%	487	90%	384	98%	460	70%
2021	460	74%	474	79%	524	102%	530	90%	420	88%	469	71%
2022	502	69%	487	66%	472	94%	458	81%	405	73%	475	65%

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

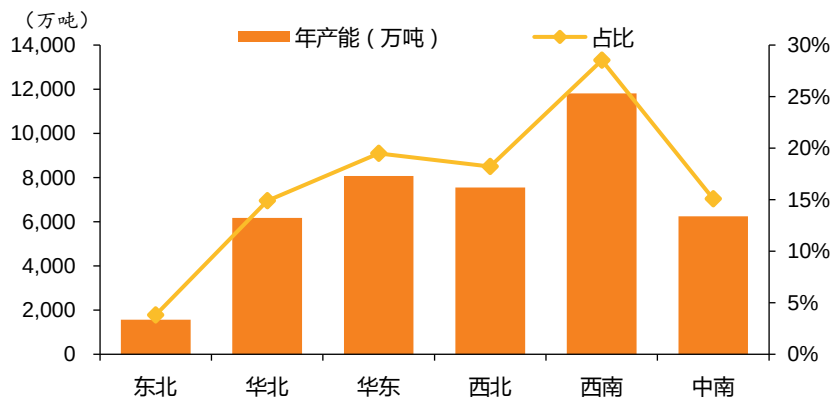
供给：未来供给侧改革的契机在于碳交易

- 政策要求提升行业能耗标准水平，未来行业2500T/D及以下规模产能有望陆续退出。根据国家发改委等部门指导意见要求，到2025年水泥等重点行业达到标杆水平（100kg标煤/吨）的产能比例超过30%，对现有产能的能耗仍需进一步降低。除此之外，部分省份已开始推动2500T/D以下产能退出，根据我们统计，截止23年6月，水泥行业2500吨/日及以下的产线共583条，年产能达4.14亿吨，占行业总产能比重约为23%。若按1.5：1比例进行置换，则行业产能最低将净缩减1.38亿吨，占当前产能的比重达7.8%。
- 水泥行业有望于24年纳入碳交易，行业出清有望加快。根据水泥协会测算，若取消免费配额，以水泥熟料二氧化碳排放强度为0.85吨CO2/吨熟料，全国碳排放配额成交均价为45.61元/吨进行计算，推算出熟料生产企业的履约成本将要达到38.77元/吨熟料。在需求转弱、产能严重过剩情形下，增加的履约成本很可能由水泥企业自身来承担。小企业迫于成本压力或将加快出清，利好龙头份额提升。

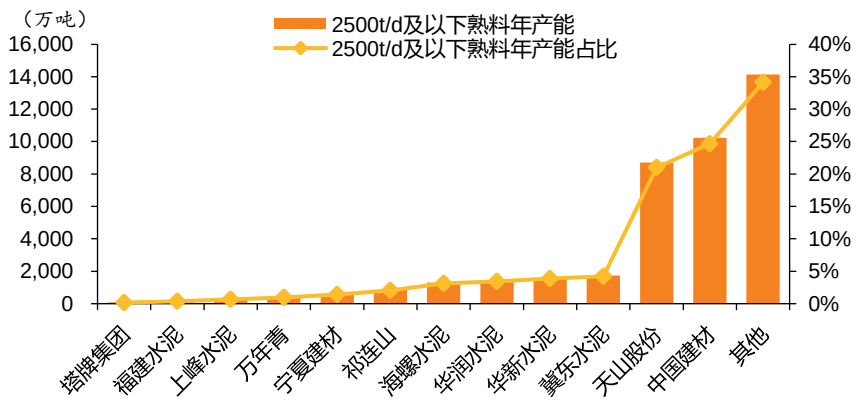
图：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况

产能规模T/d	可比熟料综合煤耗kgce/t	可比熟料综合电耗kW.h/t	可比熟料综合能耗kgce/t	可比水泥综合电耗kW.h/t	可比水泥综合能耗kgce/t
2500	103.08	59.60	110.40	76.15	85.67
3000	101.96	58.53	109.15	74.3	85.34
5000	96.39	56.63	103.35	73.85	81.58
7000	92.76	54.8	99.5	68.17	73.41

图：各地区2500t/d及以下水泥熟料生产线年产能统计



图：主要上市公司2500t/d及以下水泥熟料生产线年产能统计



资料来源：水泥网、中国水泥协会，卓创资讯，Wind、天风证券研究所

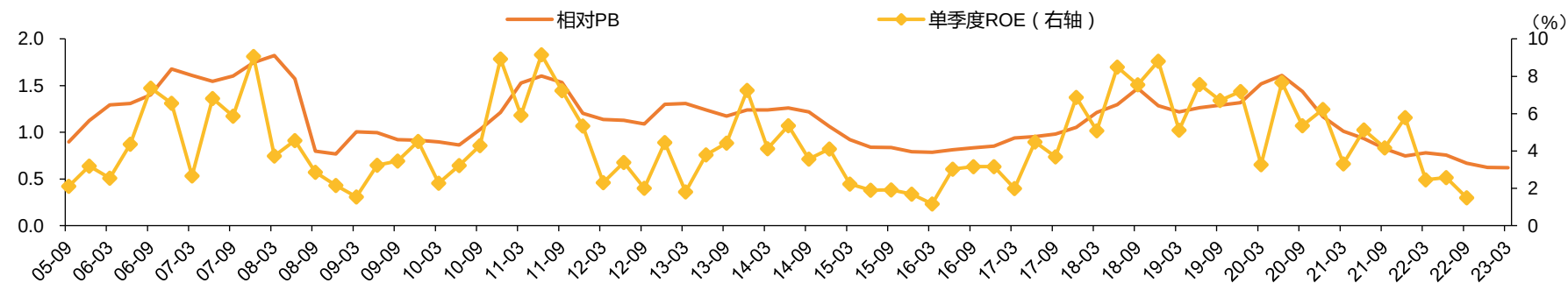
板块估值仍处低位，ROE改善或催化估值修复

➤ **ROE改善或催化估值修复。**我们采用PB-ROE估值方法，同时为剔除市场估值波动影响，我们用水泥公司市净率/沪深300市净率代表水泥的相对估值，以海螺水泥为例，从过去20年来看，海螺水泥ROE提升往往能催化相对PB提升，如05-07年、09-11年以及15-18年，而在ROE下降阶段往往伴随相对PB的下降，03年至21年海螺水泥仅有05年和15年ROE低于10%，但相对估值均未低于0.8倍，而22年公司扣非ROE仅为8.2%，但全年平均相对估值已跌至0.7倍，年初至23年一季度末相对估值进一步跌至0.6倍，处于低估水平。而过去三轮ROE的上涨均是由于水泥涨价抬升利润率，从而驱动ROE提升，我们认为随着水泥价格触底回升，ROE有望出现向上拐点，水泥估值仍然存在较大修复的可能。

图：2003-2022年海螺水泥ROE-PB对比分析

	海螺水泥PB	海螺水泥ROE（扣非）	沪深300PB	海螺水泥相对PB
2003	3.0	18.1		
2004	2.8	19.5		
2005	1.7	6.9	1.7	1.0
2006	3.1	20.3	2.2	1.4
2007	8.7	24.8	5.7	1.5
2008	5.2	13.5	3.1	1.7
2009	2.8	12.7	3.2	0.9
2010	2.6	18.5	2.5	1.1
2011	3.2	27.7	2.1	1.5
2012	1.9	12.1	1.6	1.2
2013	1.8	17.0	1.4	1.3
2014	1.6	17.0	1.3	1.2
2015	1.6	7.8	1.9	0.8
2016	1.2	10.4	1.5	0.8
2017	1.6	17.0	1.6	1.0
2018	2.0	29.5	1.4	1.4
2019	1.8	26.2	1.5	1.3
2020	2.1	22.2	1.5	1.4
2021	1.5	18.2	1.7	0.9
2022	1.0	8.2	1.4	0.7

图：海螺水泥单季度相对PB与单季度ROE



- 水泥行业短期景气度可借助高频数据发货率，磨机开工率，库存、价格、水煤价差来进行判断，水泥出货率以及磨机开工率可作为下游需求强弱的判断指标，由于水泥企业库容量很小，因此短期库存的变化则成为供需波动的放大器，而库存的高低是水泥价格调整的基础，水泥价格则直接影响了水泥企业的收入，借助成本端煤价的走势可进一步判断水泥企业的盈利状况。

近期水泥行情回顾（1119）

- 水泥出货率：周环比保持不变，西北地区降幅较大
- 磨机开工率：周环比下降4pct，西南、西北地区降幅显著
- 库存：周环比上升1pct，华北地区涨幅明显
- 价格：周环比上升1.6元/吨，年同比低71.9元/吨
- 水煤价差：周环比上升3元/吨，煤价涨后回落

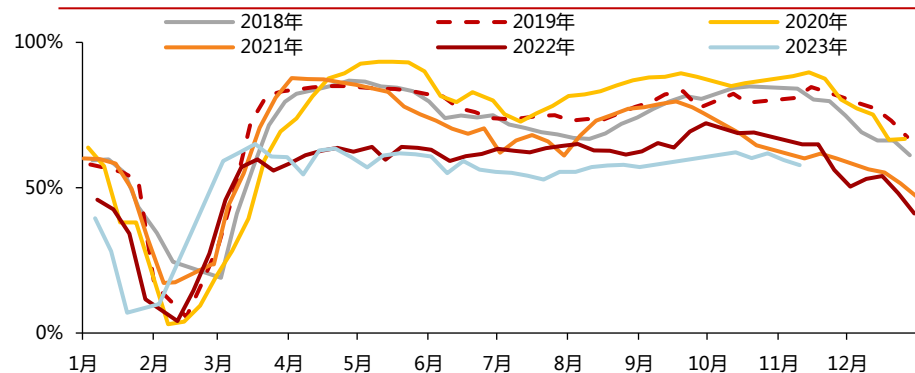
水泥出货率：周环比保持不变，西北地区降幅较大

本周全国水泥出货率58%，周环比保持不变，年同比低7pct。11月中旬，国内水泥市场需求表现疲软，全国重点地区水泥企业出货率低于去年同期水平。

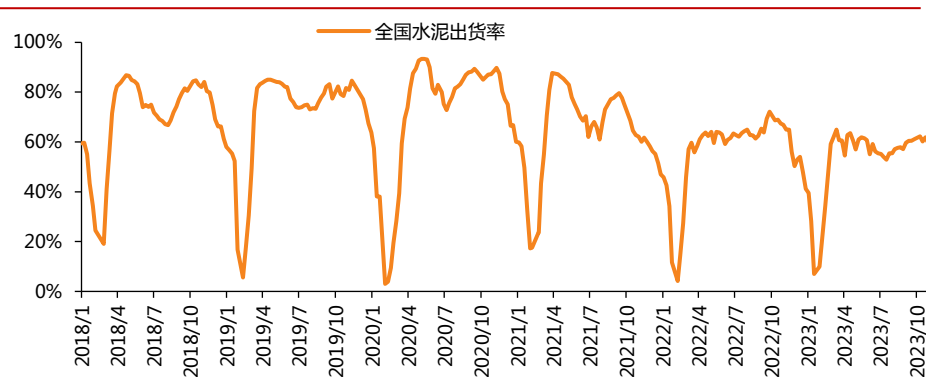
华北地区水泥出货率34%，周环比下降4pct，年同比低7pct，北京、天津、山西、内蒙古地区水泥出货率均环比下降5pct河北地区水泥出货率保持在5成。

东北地区水泥出货率20%，周环比下降3pct，年同比低7pct，辽宁、黑龙江地区水泥出货率均环比下降5pct，吉林地区水泥出货率保持在2成半。

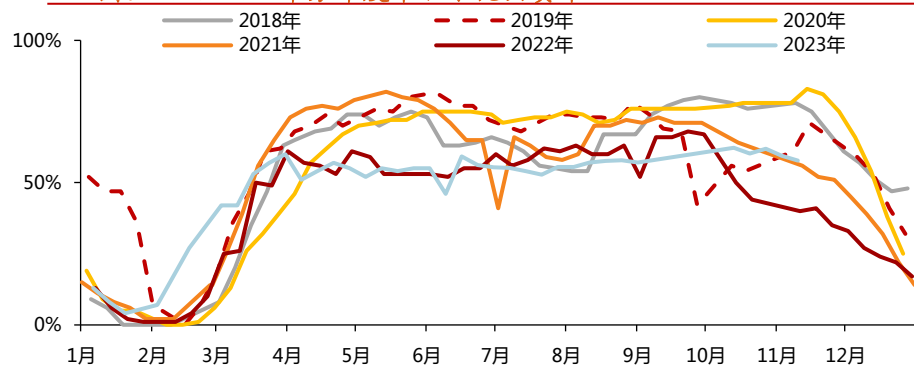
图：2018-2023年分年度全国水泥出货率



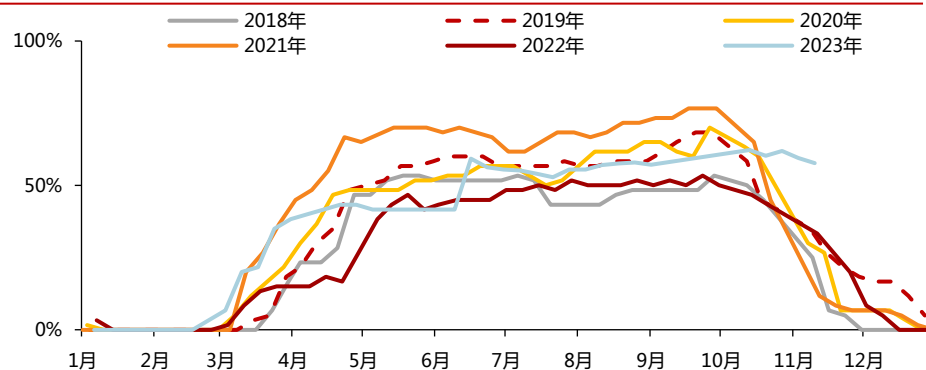
图：2018-2023年全国水泥出货率走势图



图：2018-2023年分年度华北水泥出货率



图：2018-2023年分年度东北水泥出货率

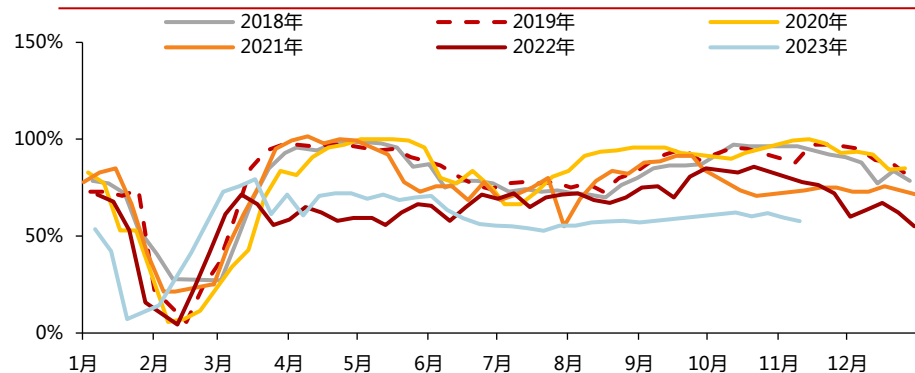


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

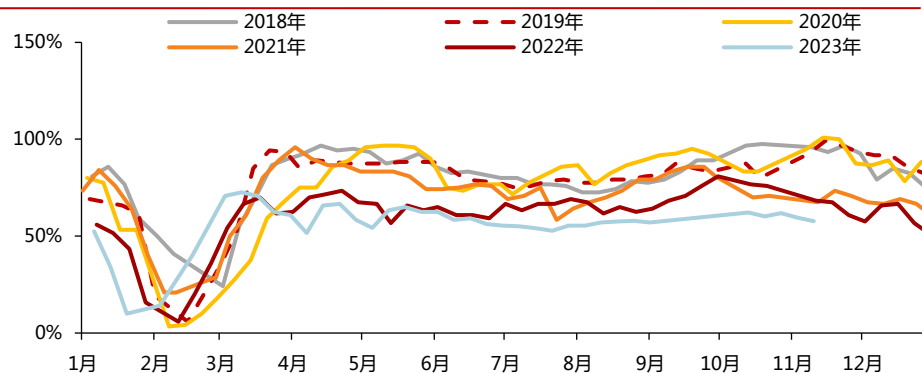
水泥出货率：周环比保持不变，西北地区降幅较大

➤ **华东地区水泥出货率71%，周环比上升4pct，年同比低6pct**，上海、江苏、浙江、福建地区水泥出货率分别保持在8成、7成半、7成半、5成，安徽、江西、山东地区水泥出货率分别环比上升5pct、15pct、5pct；**中南地区出货率63%，周环比上升1pct，年同比低5pct**，河南、湖北、湖南、广西、海南地区水泥出货率分别保持在6成、6成、5成半、5成、6成半，广东地区水泥出货率环比上升5pct；**西南地区出货率56%，周环比下降2pct，年同比低4pct**，重庆、贵州地区水泥出货率环比下降5pct，四川、云南地区水泥出货率分别保持在7成半、5成；**西北地区出货率28%，周环比低7pct，年同比低8pct**，陕西地区水泥出货率环比上升5pct，甘肃、青海、宁夏、新疆地区水泥出货率分别环比下降10pct、5pct、10pct、5pct。

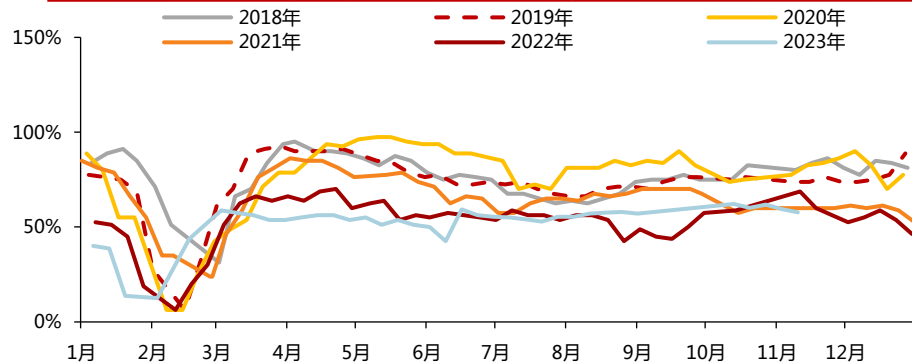
图：2018-2023年分年度华东水泥出货率



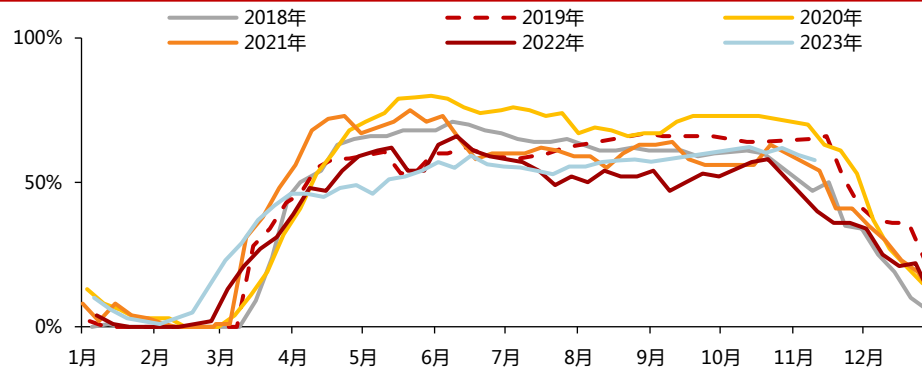
图：2018-2023年分年度中南水泥出货率



图：2018-2023年分年度西南水泥出货率



图：2018-2023年分年度西北水泥出货率



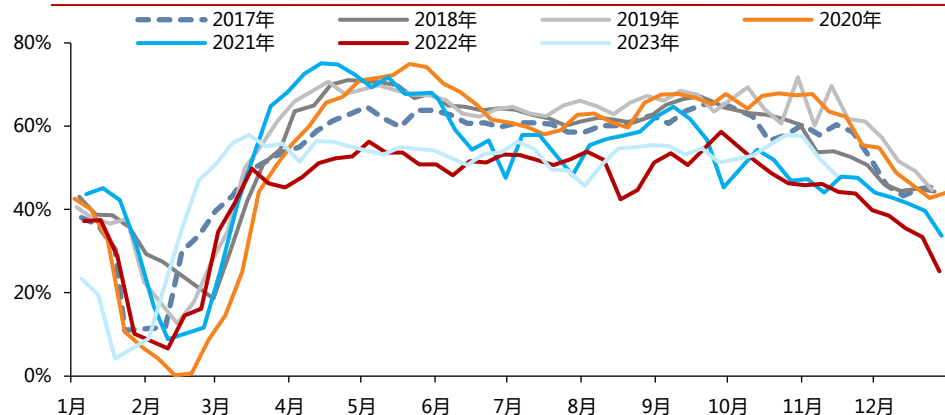
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

磨机开工率：周环比下降4pct，西南、西北地区降幅显著

本周全国水泥磨机开工率48%，周环比下降4pct，年同比高2pct。

华北地区水泥磨机开工率29%，周环比下降4pct，年同比保持不变，北京、天津、山西、内蒙古地区磨机开工率均环比下降5pct，河北地区磨机开工率环比上升5pct；东北地区水泥磨机开工率10%，周环比保持不变，年同比低10pct，辽宁、吉林、黑龙江地区磨机开工率分别环比下降30pct、25pct、20pct。

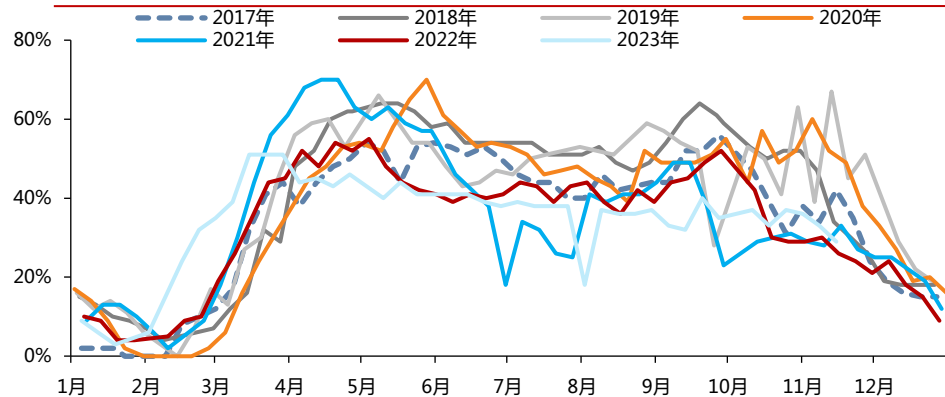
图：分年度全国水泥磨机开工率



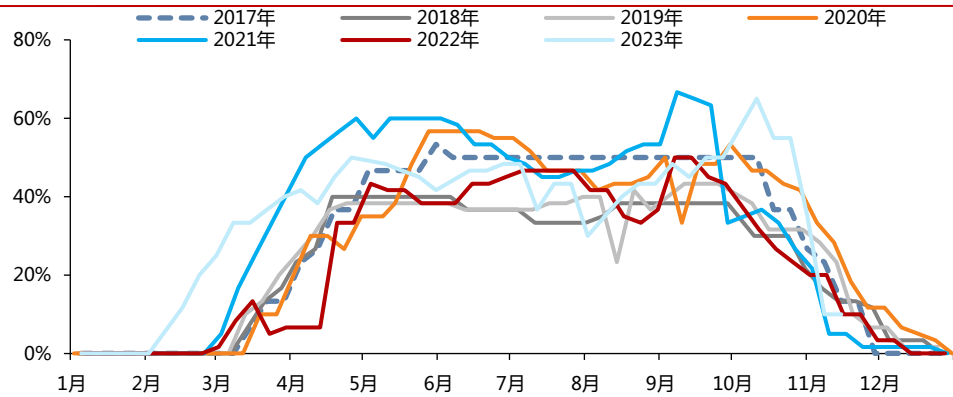
图：全国水泥磨机开工率走势图



图：分年度华北水泥磨机开工率



图：分年度东北水泥磨机开工率

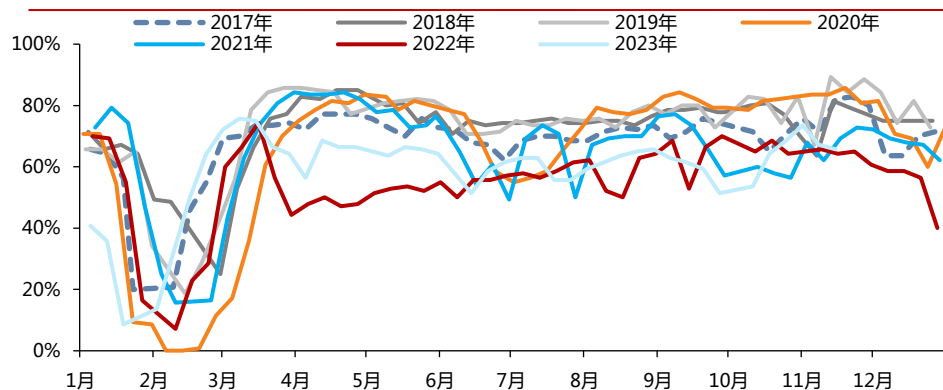


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

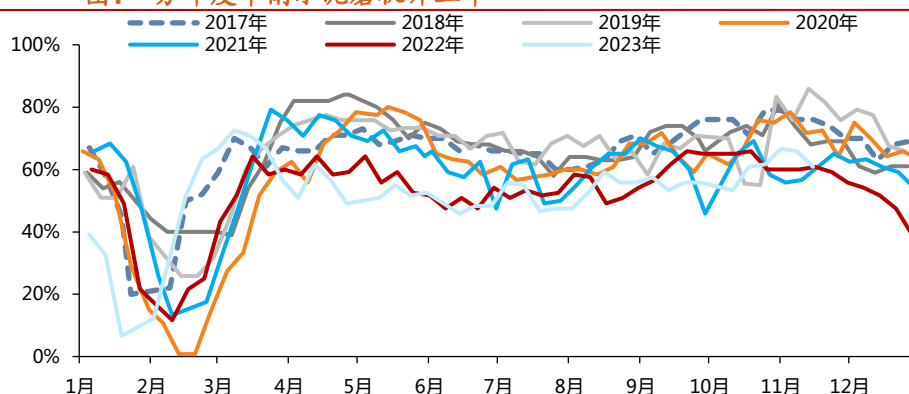
磨机开工率：周环比下降4pct，西南、西北地区降幅显著

华东地区水泥磨机开工率66%，周环比下降1pct，年同比高1pct，上海、江苏地区磨机开工率环比上升5pct，浙江、安徽、福建地区磨机开工率均保持在7成，江西、山东地区磨机开工率分别环比下降15pct、5pct；中南地区水泥磨机开工率61%，周环比下降5pct，年同比高1pct，河南、湖北、广东地区磨机开工率分别保持在6成、6成半、8成，湖南、广西、海南地区磨机开工率分别环比下降15pct、10pct、5pct；西南地区开工率60%，周环比下降7pct，年同比高11pct，重庆、四川、贵州、云南地区磨机开工率分别环比下降10pct、5pct、10pct、10pct；西北地区开工率39%，周环比下降6pct，年同比高8pct，西藏、宁夏地区磨机开工率分别保持在7成、2成半，陕西、甘肃、青海、新疆地区磨机开工率分别环比下降5pct、10pct、10pct、5pct。

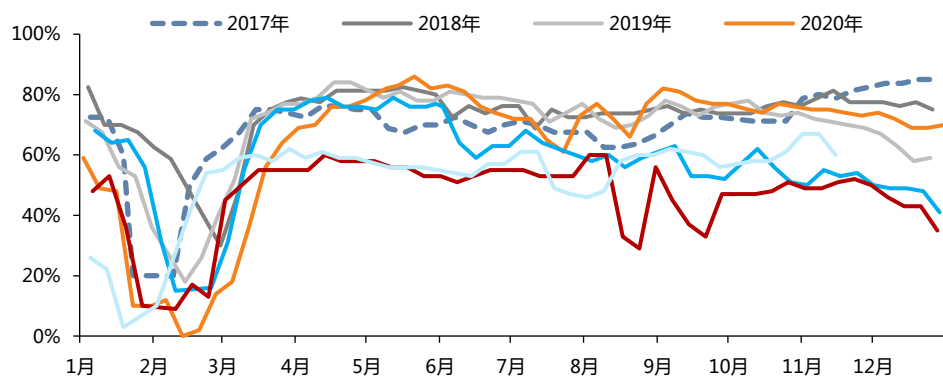
图：分年度华东水泥磨机开工率



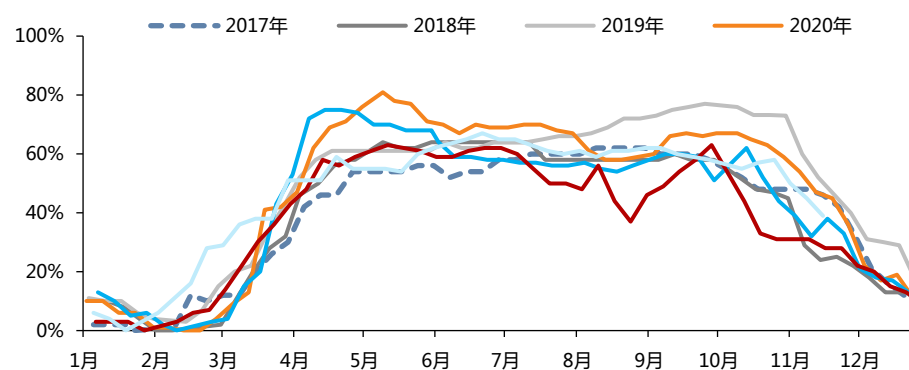
图：分年度中南水泥磨机开工率



图：分年度西南水泥磨机开工率



图：分年度西北水泥磨机开工率



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

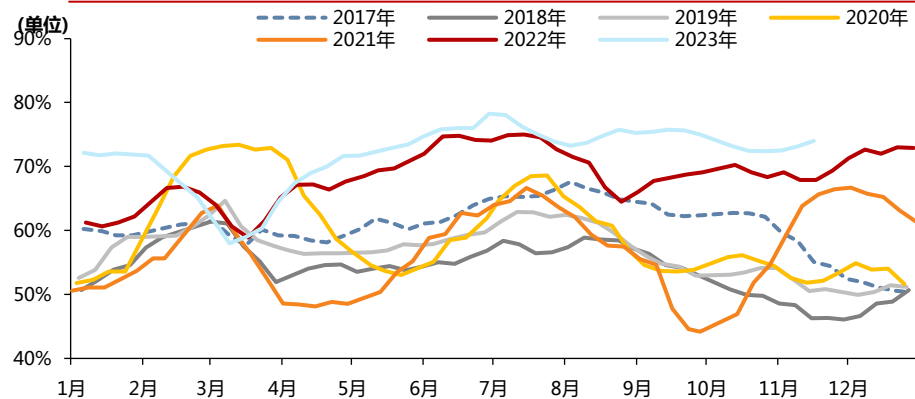
库存：周环比上升1pct，华北地区涨幅明显

本周全国水泥库存74%，周环比上升1pct，年同比高6pct。

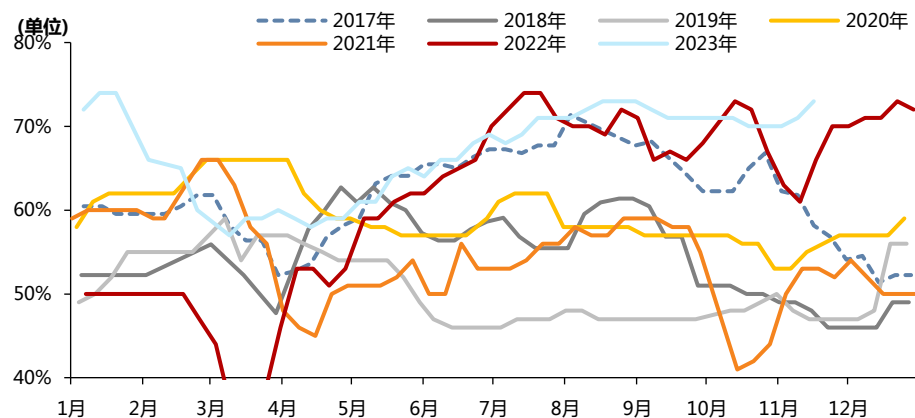
华北地区水泥库存73%，周环比上升2pct，年同比高7pct，北京、天津地区水泥库存分别环比上升5pct，河北、山西、内蒙古地区水泥库存分别保持在8成半、7成、7成。

东北地区水泥库存57%，周环比保持不变，年同比低23pct，辽宁、吉林地区水泥库存分别环比上升和下降5pct，黑龙江地区水泥库存保持在5成。

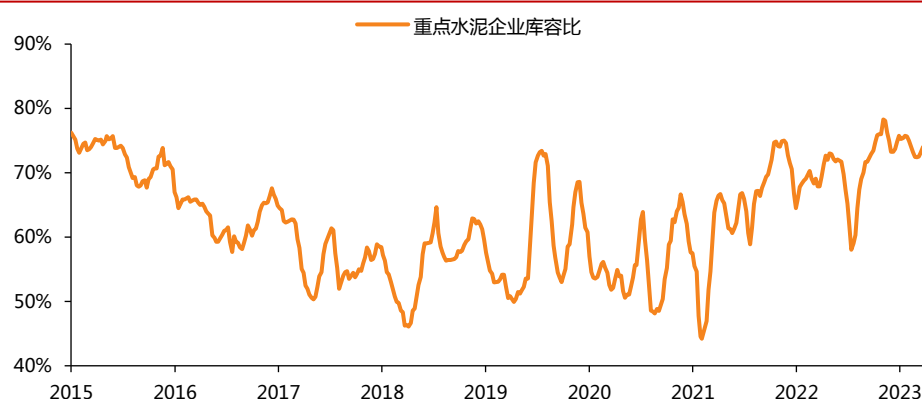
图：分年度全国水泥库存



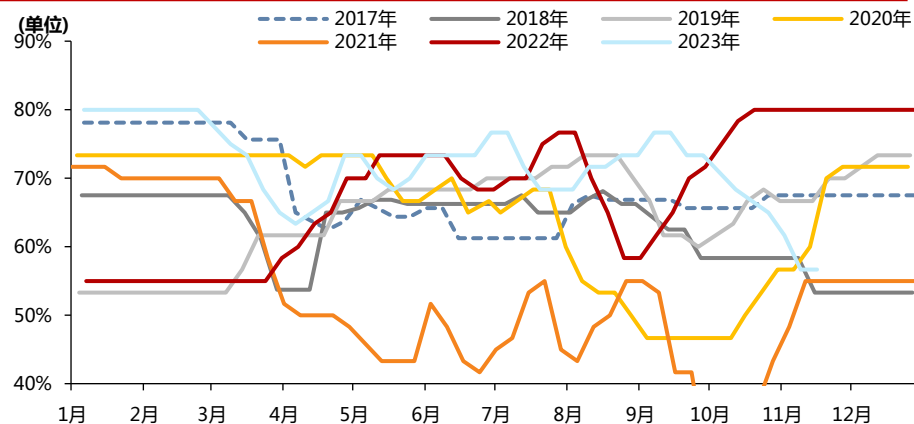
图：分年度华北水泥库存



图：全国水泥库存走势图



图：分年度东北水泥库存

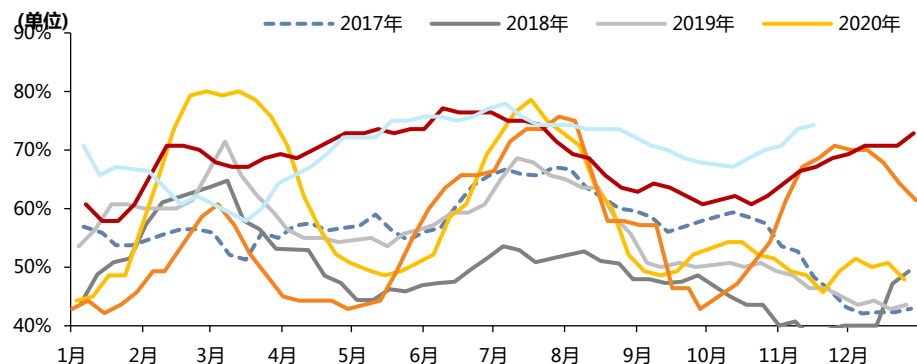


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

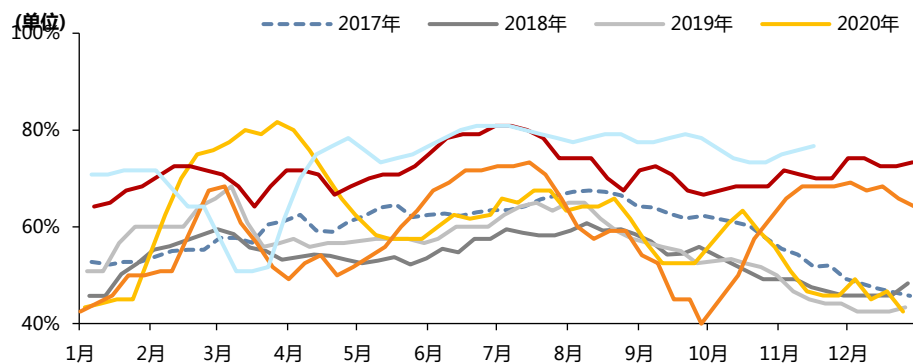
库存：周环比上升1pct，华北地区涨幅明显

- **华东地区水泥库存74%，周环比上升1pct，年同比高7pct**，上海、江苏、浙江、福建、江西、山东地区水泥库存分别保持在7成半、8成、7成、8成、7成、7成半，安徽地区水泥库存环比上升5pct；**中南地区水泥库存77%，周环比上升1pct，年同比高7pct**，河南、湖北、广东、广西、海南地区水泥库存分别保持在8成半、8成、7成、28成、7成半，湖南地区水泥库存环比上升5pct；**西南地区水泥库存65%，周环比保持不变，年同比高13pct**，重庆地区水泥库存环比上升5pct，云南地区水泥库存环比下降5pct，四川、贵州地区水泥库存分别保持在6成半、7成半；**西北地区水泥库存84%，周环比保持不变，年同比高3pct**，陕西、甘肃、宁夏、新疆地区水泥库存均保持在8成半，青海地区水泥库存保持在8成。

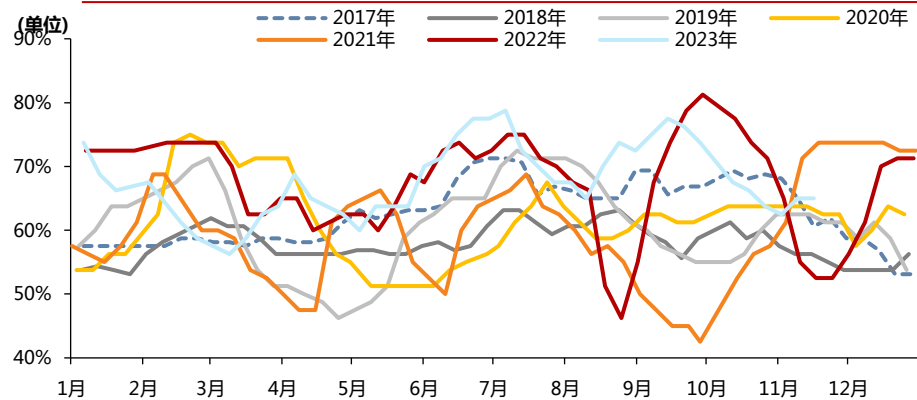
图：分年度华东水泥库存



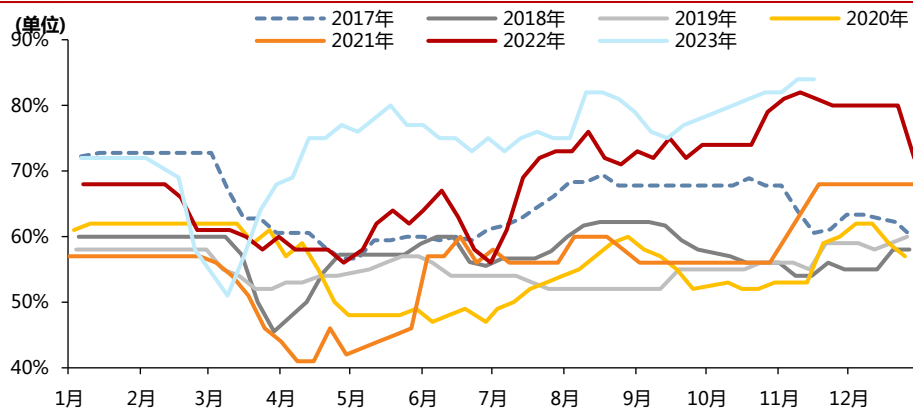
图：分年度中南水泥库存



图：分年度西南水泥库存



图：分年度西北水泥库存

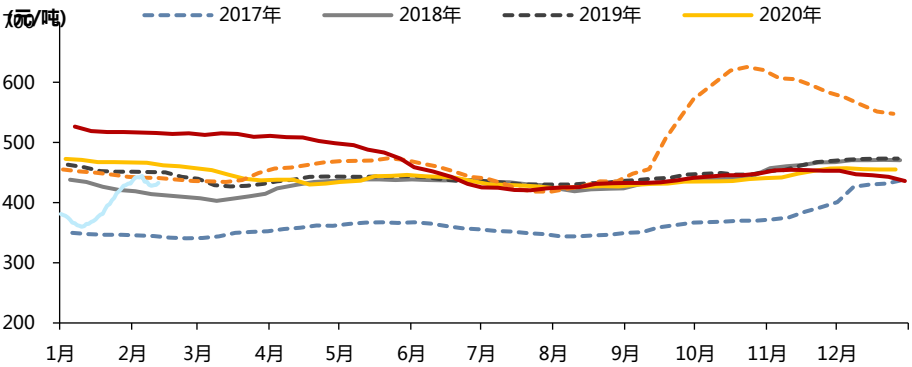


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

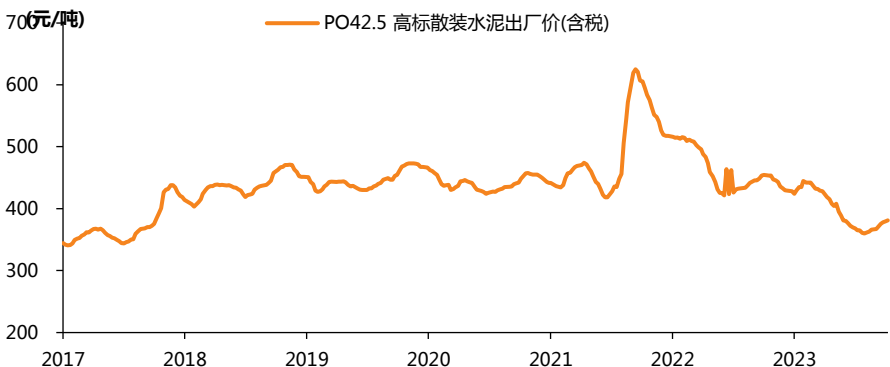
价格：周环比上升1.6元/吨，年同比低71.9元/吨

- **本周全国水泥价格381元/吨，周环比上升1.6元/吨，年同比低71.9元/吨。**价格方面，受益于北方冬季错峰生产以及局部限电减产，价格延续小幅上行趋势。全国水泥市场需求旺季不旺，长三角地区价格提前松动下行，预计后期价格走势或将震荡调整为主。
- **华北地区水泥均价366元/吨，周环比保持不变，年同比低106.0元/吨。**华北地区水泥价格大稳小动。北京和天津地区水泥价格保持平稳，天津大部分工程已经停工，搅拌站开工率较低，水泥需求量仅剩2成左右。河北石家庄、保定地区水泥价格平稳，进入采暖期，环保管控愈加严格，水泥需求表现疲软。内蒙古呼和浩特以及周边地区水泥价格平稳，气温大幅下降，同时部分区域受到降雪天气影响，工程项目已停工，市场需求基本停滞。内蒙古呼和浩特以及周边地区水泥价格平稳，气温大幅下降，同时部分区域受到降雪天气影响，工程项目已停工。
- **东北地区水泥均价367元/吨，周环比保持不变，年同比低70.0元/吨。**东北地区水泥价格保持平稳。

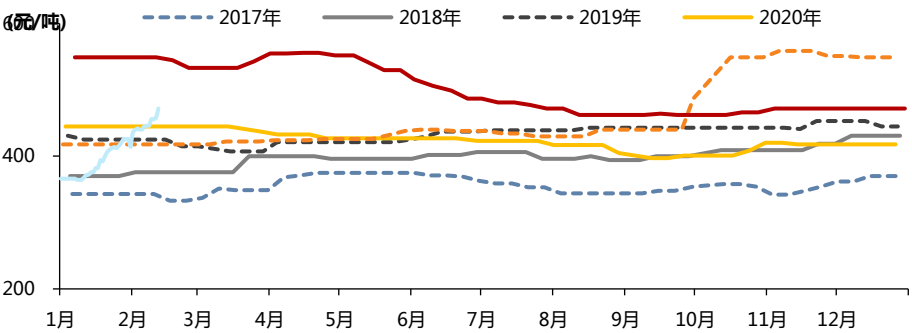
图：分年度全国水泥价格



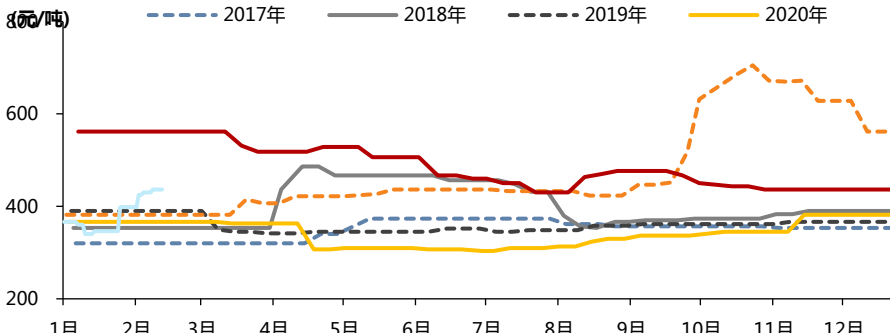
图：全国水泥价格走势



图：分年度华北水泥价格



图：分年度东北水泥价格

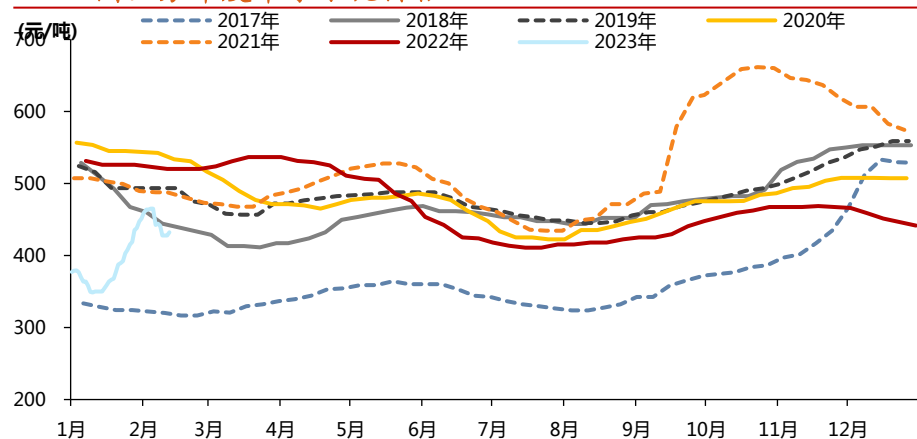


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

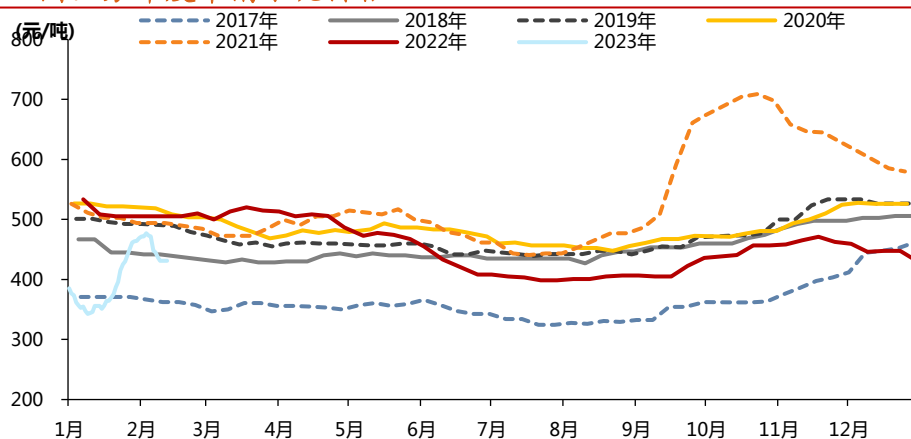
价格：周环比上升1.6元/吨，年同比低71.9元/吨

- **华东地区水泥均价377元/吨，周环比下降1.4元/吨，年同比低90.0元/吨。**内蒙古呼和浩特以及周边地区水泥价格平稳，气温大幅下降，同时部分区域受到降雪天气影响，工程项目已停工，企业仅剩零星出货，市场需求基本停滞。浙江杭嘉湖地区水泥价格暂稳，天气晴好，市场需求相对稳定，企业发货保持在7-8成，库存高低不一，虽然周边地区价格不断回落，但考虑到生产成本压力，主导企业正在积极稳价。上海地区水泥价格下调10元/吨，价格下调主要是前期中转库价格已有回落，外加受周边苏锡常地区价格下调影响，为维护市场份额，企业陆续跟降。目前下游市场需求相对稳定，企业发货在8成左右。上海地区水泥价格下调10元/吨，价格下调主要是前期中转库价格已有回落，外加受周边苏锡常地区价格下调影响，为维护市场份额，企业陆续跟降。目前下游市场需求相对稳定，企业发货在8成左右。安徽合肥及巢湖地区水泥价格暂稳，天气晴好，但市场需求表现一般，企业发货在7成左右。江西南昌和九江地区水泥价格弱稳运行，受前期降雨影响，市场需求尚未完全恢复，企业发货在6-7成。福建福州和宁德地区水泥价格暂稳，市场需求持续低迷，企业发货仅在4-5成，库存高位运行。山东鲁中、鲁南等地区水泥价格上调落实10-30元/吨不等。
- **中南地区水泥均价385元/吨，周环比上升8.3元/吨，年同比低77.5元/吨。**中南地区水泥价格持续上调。广东珠三角及粤北地区水泥价格上调落实到位，天气持续晴好，工程项目和搅拌站开工率尚可，水泥需求表现较好，同时广西水泥进入一直处于受阻状态，企业出货量能达8-9成，个别企业甚至接近正常水平，为提升盈利，企业后期价格将继续推涨。广西南宁和崇左地区水泥价格弱稳运行，市场需求环比变化不大，企业发货在5成左右。海南地区水泥企业公布价格上调20-30元/吨，价格上涨主要是受周边地区涨价带动。湖南长株潭地区水泥价格弱稳运行，阴雨天气较多，水泥需求表现偏弱，周初企业发货仅有2-3成，周末有所好转，提升至6成左右。湖北武汉地区水泥价格平稳，下游需求环比前期变化不大，企业出货5-7成不等。河南地区企业公布水泥、熟料价格均上调50元/吨。

图：分年度华东水泥价格



图：分年度中南水泥价格

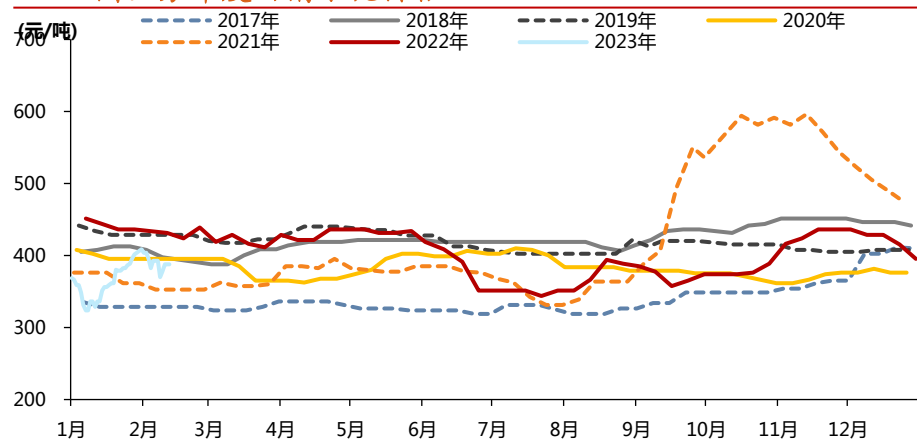


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

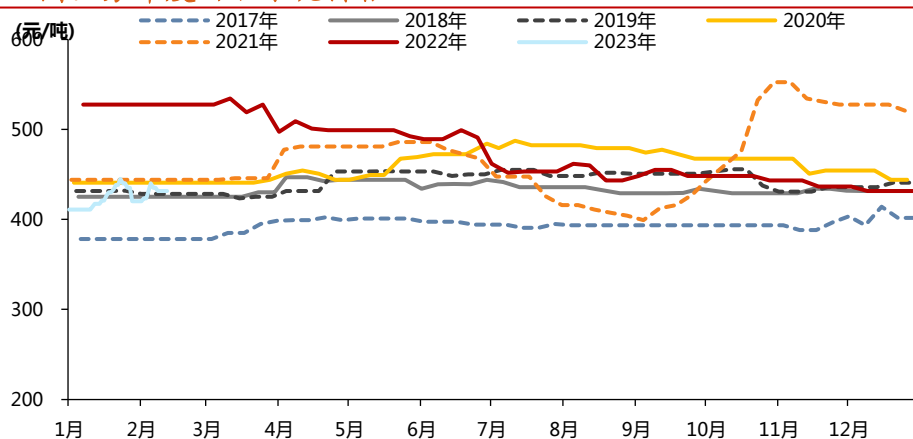
价格：周环比上升1.6元/吨，年同比低71.9元/吨

- **西南地区水泥均价369元/吨，周环比上升2.5元/吨，年同比低67.5元/吨。**西南地区水泥价格小幅上涨。四川成德绵地区民用和房地产表现偏弱，市场需求主要受工程项目支撑，企业发货在7成左右，库存在60%-70%，价格以稳为主。重庆主城以及渝西北地区水泥价格趋弱运行，房地产不景气，搅拌站因资金压力较大，开工积极性不高，市场需求表现一般，企业发货在5-6成，另外最后一轮价格上调过程中，个别企业并未完全落实，其他企业为维护市场份额，有跟降预期。云南昆明、曲靖地区水泥企业公布价格上调30元/吨，由于电力紧张，针对水泥企业限制用电负荷，减产约40%-50%，同时企业为改善经营质量，借机推动价格上涨；目前市场需求表现欠佳，企业发货仅在4-5成水平，市场供应尚未受到影响，价格具体执行情况待跟踪。贵州贵阳、安顺地区水泥价格暂稳，受阶段性降雨天气干扰，下游需求略有减弱，企业出货降至4成左右。
- **西北地区水泥均价411元/吨，周环比保持不变，年同比低25.8元/吨。**西北地区水泥价格维持稳定。陕西关中地区水泥价格平稳，受环保管控影响，市场需求表现清淡，企业出货维持在6成左右，库存多在高位或满库运行。甘肃兰州、白银地区水泥价格平稳，随着天气转冷，农村需求已结束，目前只剩部分重点工程项目仍在施工，企业出货3-4成水平，部分企业库满自行停产。定西、天水地区价格继续保持平稳，受淡季因素影响，两地需求继续减少，企业日发货仅在2-3成，库存高位承压。临夏地区受重点工程项目支撑，企业出货能达7-8成，预计11月底将进入淡季。宁夏银川、中卫以及吴忠地区水泥价格平稳，随着气温降低，在建施工项目陆续停工，企业仅剩零星袋装水泥出货，市场正式进入休市期，目前各企业均在执行冬季错峰生产。

图：分年度西南水泥价格



图：分年度西北水泥价格

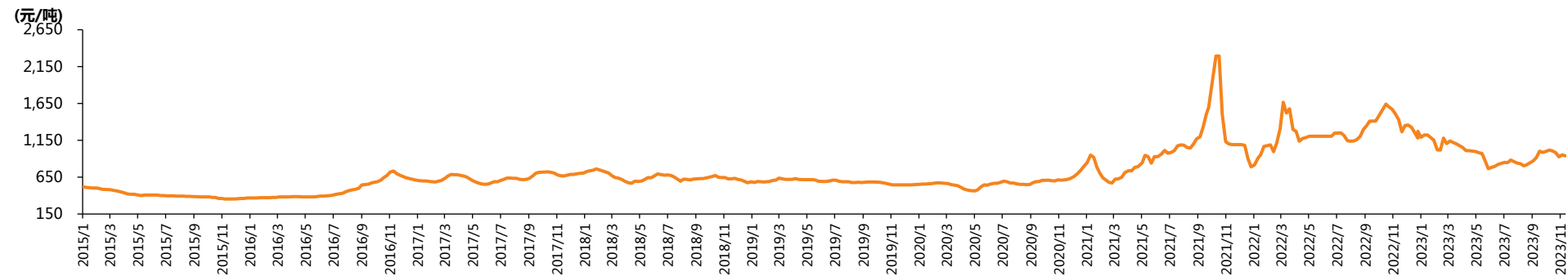


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

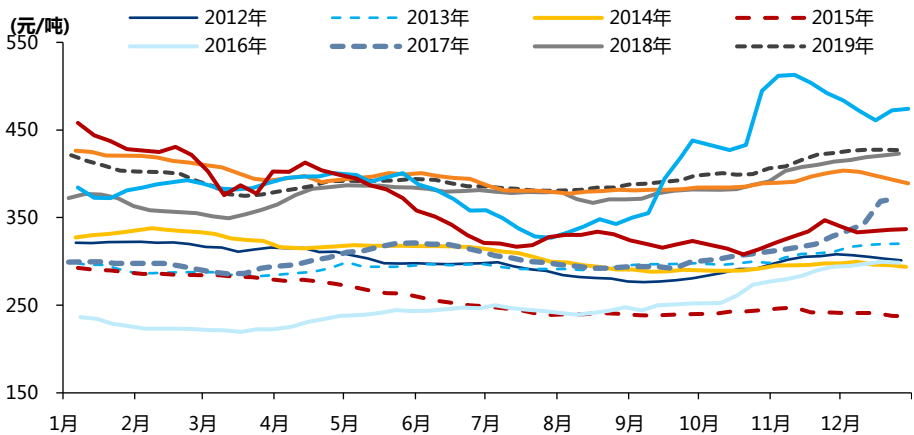
水煤价差：周环比上升3元/吨，煤价涨后回落

本周全国水煤价差303元/吨，周环比上升3元/吨，年同比低32元/吨。产地方面，本周产地多数煤矿保持稳定生产，局部地区个别煤矿开展工作面搬家工作，但影响不大，主流煤矿继续以满足长协用户需求为主，落实中长期合同合理价格；市场煤价格则表现为涨后趋稳。具体来看，本周初下游用户拉运积极性表现尚可，煤矿市场煤销售多较为顺畅，矿方情绪良好，坑口价格仍有上行；后半段下游用户经前期集中拉运后对高价接受度下降，同时港口市场承压转弱，进一步加重下游用户观望情绪，煤矿销售节奏放缓，但因库存多可控制在低位水平，坑口价格以止涨趋稳为主。

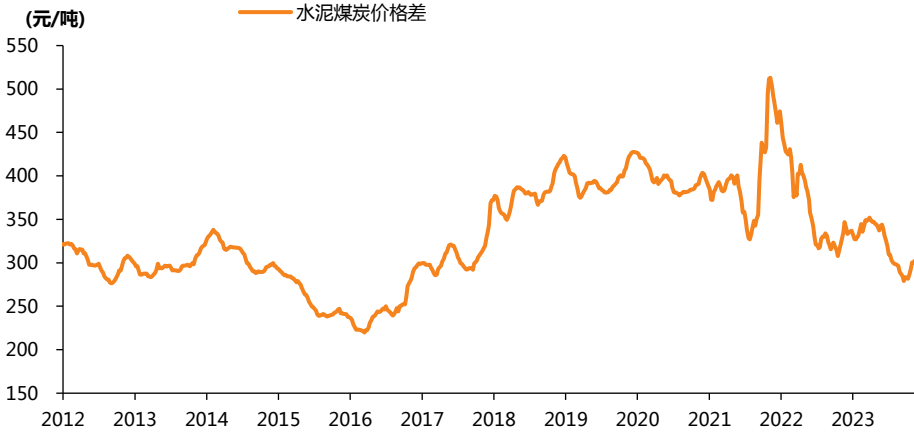
图：平仓价：动力末煤（Q5500）：京唐港（元/吨）



图：分年度全国水泥煤炭价格差



图：2012-2023年全国水泥煤炭价格差走势



资料来源：Wind、数字水泥网、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