

水泥

需求略显疲软，价格延续震荡上行

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 武慧东 SAC执业证书编号：S1110521050002

联系人 林晓龙

联系人 朱晓辰

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



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：**上周（11.7-11.11）水泥指数上涨5.60%，跑赢建材指数。1-9月水泥产量15.63亿吨，同比下滑12.5%，9月单月水泥产量2.09亿吨，同比增长1%，单月增速实现转正。上周全国水泥市场价格452元/吨，环比上涨1.6元/吨。价格上涨地区主要是河南、重庆、湖北西部、湖南北部和贵州遵义，上涨10-50元/吨；价格回落地区为甘肃、江苏部分地区，下调10-40元/吨。11月上旬，受部分地区疫情复发，以及下游资金影响，水泥市场需求量环比继续减弱，水泥价格在企业错峰生产和成本增加驱动下，延续上行走势。鉴于四季度下游需求受多重不利因素影响，旺季不旺，且部分地区需求有提前减弱的可能，后期价格走势或将震荡调整为主。
- **核心观点：**水泥企业Q3业绩进一步承压，缘于：1）受季节性淡季等因素影响，需求端环比继续下行，导致7、8月份水泥价格持续回落，9月份虽进入旺季，但需求恢复仍不及预期，价格推涨较为缓慢；2）煤炭价格提高，使得成本压力进一步提升，吨毛利下降。我们判断Q3水泥盈利或已基本触底，10月份以来，需求弱复苏以及价格向上修复趋势较为明显，叠加基建实物工作量形成或对水泥需求提供一定支撑，错峰生产+成本压力下水泥企业提价意愿较强，我们判断Q4水泥企业盈利环比或出现好转，但由于去年Q4高基数问题，同比情况仍然存在一定压力。
- 中长期看“双碳”+“双控”政策有望带动行业供给格局进一步优化：a)政策要求2025年标杆产能比重超过30%，未来行业2500T/D及以下规模产能有望陆续退出，总产能将收缩8.6%以上。b)水泥行业未来有望纳入碳交易，碳税+减排改造加剧小企业成本压力，龙头竞争优势凸显，有望通过兼并收购进一步扩张，话语权增强，价格中枢有望逐步抬升，另一方面通过骨料等业务打造第二增长极。当前水泥基本面与估值或均处于历史底部区域，从股息率及估值角度，水泥股仍具有一定投资性价比。
- 推荐成长性较优的【华新水泥】，【上峰水泥】，龙头【海螺水泥】，混凝土减水剂成长性更优，龙头α突出，推荐【苏博特】、【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		
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E	2019	2020	2021
600585	海螺水泥	1,431	27.00	351.3	332.7	165.6	199.8	6.63	6.28	3.12	3.77	4.07	4.30	8.64	7.16	0.85	0.75	0.74	0.69	7.4%	7.9%	8.8%
000672	上峰水泥	108	11.09	20.3	21.8	19.9	23.2	2.08	2.23	2.04	2.38	5.34	4.97	5.44	4.65	1.51	1.20	1.16	0.99	8.1%	7.7%	7.2%
000877	天山股份	760	8.77	15.2	125.3	84.9	110.4	0.18	1.45	0.98	1.27	50.11	6.06	8.95	6.88	6.71	0.83	0.82	0.77	5.8%	5.5%	3.8%
002233	塔牌集团	87	7.32	17.8	18.4	3.0	4.0	1.49	1.54	0.25	0.34	4.90	4.75	28.82	21.57	0.83	0.74	0.73	0.69	11.6%	10.2%	8.5%
600801	华新水泥	319	15.22	56.3	53.6	35.5	45.9	2.69	2.56	1.69	2.19	5.67	5.95	8.99	6.95	1.24	1.09	1.11	0.99	8.0%	7.1%	6.6%
603916	苏博特	69	16.35	4.4	5.3	4.1	5.4	1.05	1.27	0.97	1.28	15.59	12.90	16.82	12.74	1.83	1.61	1.60	1.44	1.8%	2.2%	2.2%
002398	垒知集团	43	5.99	3.7	2.7	3.0	3.8	0.52	0.38	0.42	0.53	11.52	15.79	14.14	11.24	1.31	1.23	1.17	1.07	1.3%	1.3%	1.3%

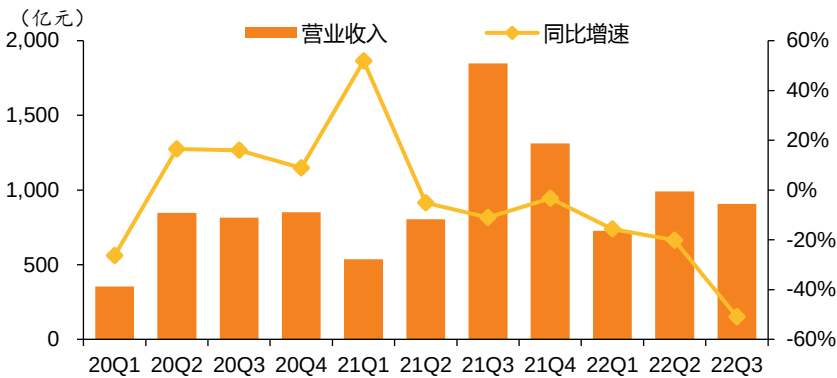
注：表中市值数据截至2022年11月11日收盘。 归母净利润预测来自天风建材团队。资料来源：Wind、天风证券研究所

风险提示：水泥需求大幅下滑、旺季涨价不及预期、骨料行业竞争加剧

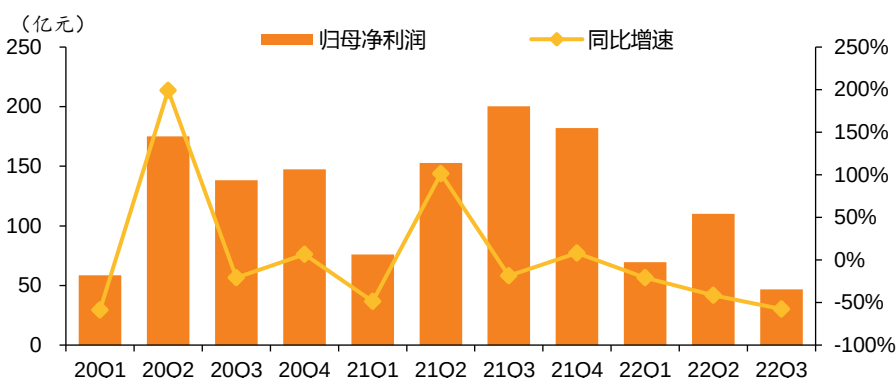
水泥Q3综述：量价齐跌，毛利率承压，Q4环比或有好转

22Q3水泥企业整体营业收入同比下滑51%，一方面因需求萎缩导致销量下滑，另一方面系价格下调，Q3全国水泥均价同比下降27元/吨，同时煤炭价格上涨导致吨成本增加，Q3单季度水泥企业毛利率降至17.2%，创19年以来新低。我们判断Q3水泥盈利或已基本触底，10月份以来，需求弱复苏以及价格向上修复趋势较为明显，叠加基建实物工作量形成或对水泥需求提供一定支撑，错峰生产+成本压力下水泥企业提价意愿较强，我们判断Q4水泥企业盈利环比或出现好转，但由于去年Q4高基数问题，同比情况仍然存在一定压力。

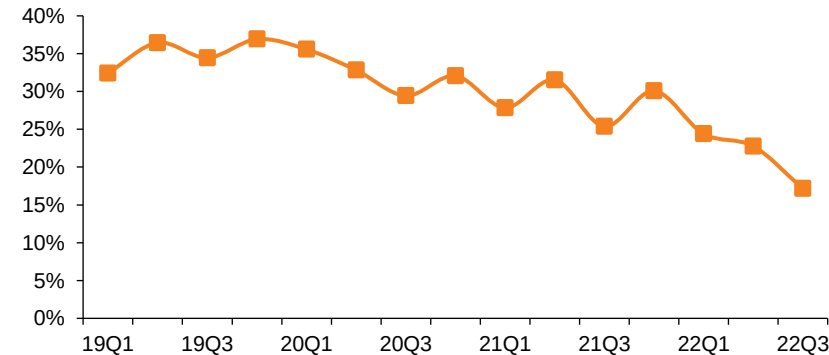
图：20Q1-22Q3单季度水泥企业营业收入及同比增速



图：20Q1-22Q3单季度水泥企业归母净利润及同比增速



图：19Q1-22Q3单季度水泥企业综合毛利率



图：19Q1-22Q3单季度水泥企业综合ROE



需求：22年水泥需求下滑幅度在10%-15%，与地产新开工关系更强

- 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。
- 1-9月水泥产量15.63亿吨，同比下滑12.5%，9月单月水泥产量2.09亿吨，同比增长1%，单月增速实现转正。稳增长目标下，需求仍有望恢复，核心看地产基本面恢复力度。全年来看，我们预计地产的下滑仍会对水泥需求形成较大拖累，基建发力可能性较大，但预计仍难以扭转整体需求下滑的局面，我们估计22年水泥需求下滑幅度或在10-15%。

表：基建投资、地产新开工、水泥产量同比情况

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
2010年	18.5%	40.7%	15.5%
2011年	3.3%	16.2%	16.1%
2012年	15.3%	-7.3%	7.4%
2013年	21.3%	13.5%	9.6%
2014年	21.5%	-10.7%	1.8%
2015年	17.2%	-14.0%	-4.9%
2016年	17.4%	8.1%	2.5%
2017年	19.0%	7.0%	-0.2%
2018年	3.8%	17.2%	3.0%
2019年	3.8%	8.5%	6.1%
2020年	0.9%	-1.2%	1.6%
2021年	0.4%	-11.4%	-1.2%
2022年1-9月	8.6%	-38%	-12.5%

表：全国及各地区水泥产量增速情况及预测

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
2021年12月	-0.6%	-1.6%	-3.4%	3.5%	0.3%	-8.1%	0.7%
2022E乐观	-5%	-5%	-8%	-3.0%	-3.0%	-8.0%	-5.0%
2022E中性	-7.2%	-10%	-10.0%	-5.0%	-6.0%	-10.0%	-10.0%
2022E悲观	-10.7%	-12%	-15.0%	-8.0%	-8.0%	-15.0%	-12.0%

资料来源：国家统计局、天风证券研究所

供给：2022年全年错峰停产力度更大，部分省区仍继续错峰生产

- 全国部分省区 11月份开始冬季错峰，最早11月1日开始。
- 辽宁、山东、河南和华北省市多数将从 11 月 15 日开始冬季错峰。新疆从 11 月 1 日开始动及错峰。福建、湖南、广西、广东、四川等省区计划 10-12 月累计停窑 30-35 天，贵州计划 10-12 月停窑 60 天。云南部分地市水泥企业正在停窑。

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	2021.12.1-2022.3.10	130	采暖季 100 天，夏季 30 天，其中 8 月 1 日至 20 日停窑 20 天。
		2022.7-2022.9		
	宁夏	2022.11.1-2023.3.10	130	分区所有水泥熟料生产企业均要错峰生产 130 天，时限内未完成错峰生产的天数在 2023 年 6 月底前补足。
	新疆	2022.11.1-2023.4.30	180 30（夏季）	采暖季 165 天（9 月补 15 天）--180 天，夏季 30 天。
		2023.6.1-2023.6.30		
	青海	2021.11.1-2022.4.10	180	采暖季 120-150 天。夏季 30-50 天，其中 6 月计划 20 天。全年不少于 180 天。
		2022.6-2022.8		
华北	河北	2021.11.15-2022.11.14	120	采暖季120天。
	山西	2022.10.15-12.31	77-120	太原大气污染防治停窑以及常态化错峰。
		2022.11.15-2023.3.15		
	内蒙古	2022 年 7-10 月	40	计划停窑每月不少于 10 天，电石渣企业包含在内。
东北	黑龙江	2022.10.15-2023.3.15	152	采暖季错峰
	吉林	2021.11.1-2023.3.31	150	常态化错峰
	辽宁	2021.11.15-2023.4.1	135	常态化错峰

供给：2022年全年错峰停产力度更大，部分省区仍继续错峰生产

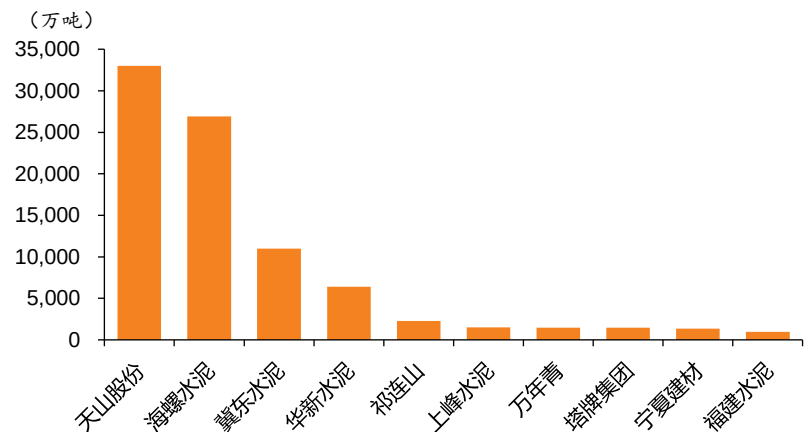
图：当前华东、中南、西南地区错峰限产情况

区域	地区	停窑时间	停窑天数	备注
华东	山东	2022.10.14-10.23	10	10月错峰停窑10天。全年计划停窑增加至190天。
	山东	2022.12.1-2023.3.31	120	采暖季错峰
	江西	2022年	80	错峰停窑，一季度40天，梅雨（6月份）、酷暑（7-8月份）、环境敏感期或根据实际需要，错峰不少于30天。实际执行中，一季度40天，5月10-15天，6-7月15天。8月继续停窑10天。9月停窑5-7天。
	江苏	2022年	70	1.1-3.31停35天，6.1-9.30停20天，其余时段15天。
	浙江	2022年	67	春节停窑40天，5-6月10天，7-8月10天。9-10月7天。
	安徽	2022年	30-90	12月1日至次年3月31日（北片企业）、冬季和雨季伏天（南片企业）。A级企业自主安排，B级停30天，C级停60天，D级停90天。
	福建	2022年	110	2022年全年增加到110天。1-6月变更为60天，其中1-3月45天，4-5月7天，6月8天。7-8月20天。10-12月每月10天。2023年全年计划停窑130-140天。
中南	河南	2022.8.25-9.14	20	错峰停窑20天。
	湖北	2022年	90	全年80天，一季度30天，6-7月15天，8-9月各停10天，11-12月15天。
	湖南	2022年	135-150	全年错峰停窑原计划75天，实际执行中，一季度常德、益阳长株潭、衡阳停窑50天、其他地区45天。4-5月，省水泥协会要求省内企业自行安排停窑15天。6-8月33-43天，9月12天。
	广西	2022年	155	全年目标120天，一季度60天，二季度30天，三季度30天。9月26日至12月31日35天，其中9月26日起刚性停窑15天，11月停窑10天，12月停窑10天。
	广东	2022年	80	全年增加到80天，1-5月50天，6月10天，7-8月20天。
西南	四川	2022年	150	全年145天。一季度50天。二季度35天。三季度40天。四季度20天，其中，6月计划停窑15-20天。7月停窑6天，8月停窑14天。9-10月15天。
	重庆	2022年	150	一季度40-50天、二季度35天、三季度30天、四季度20-30天。其中，6月计划停窑15天。7-8月错峰停窑25-30天。9-10月15天。
	云南	2022年	105-150	非协同处置的：一季度40天，二季度50天（4月20天，5月15天，6月15天），三季度50天，四季度10天。协同处置的：一季度28天，二季度35天，三季度35天，四季度7天。
	贵州	2022年	215	一季度60天，二季度45天，三季度50天，四季度60天。
	西藏	2022年	180	全年180天，其中一季度90天，5月30天

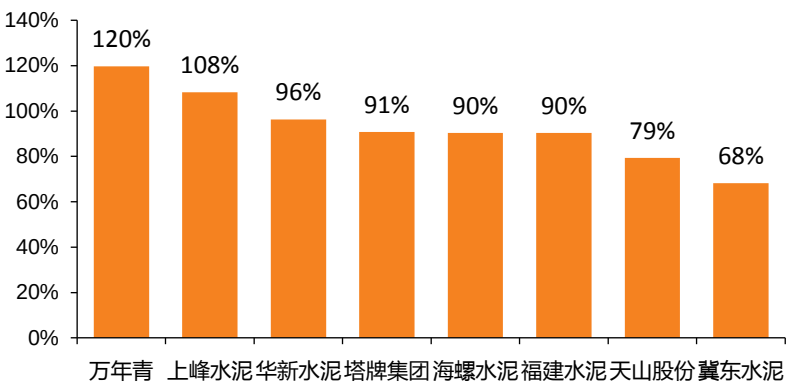
供给：未来水泥将纳入全国碳交易，小企业或面临生存危机

➤ 2020年水泥行业二氧化碳排放占整个建材行业比重达83%，是排放量最大的子行业，减排压力大。未来有望纳入全国碳交易市场，参考前期试点经验，配额计算方法可能以基准线法为主（实际产量*行业排放基准值*减排因子），意味着产能利用率高/排放更低的企业竞争优势更大，小企业被迫减产或购买碳汇，从全国7个地方试点运行情况看，近两年加权平均碳价约在40元/吨左右，而海外碳配额价格已高达50-60欧元/吨，且碳配额逐年收紧，小企业迫于成本压力或将加快出清，利好龙头份额提升，且区域话语权进一步增强，提升价格传导能力，价格中枢有望继续上移。

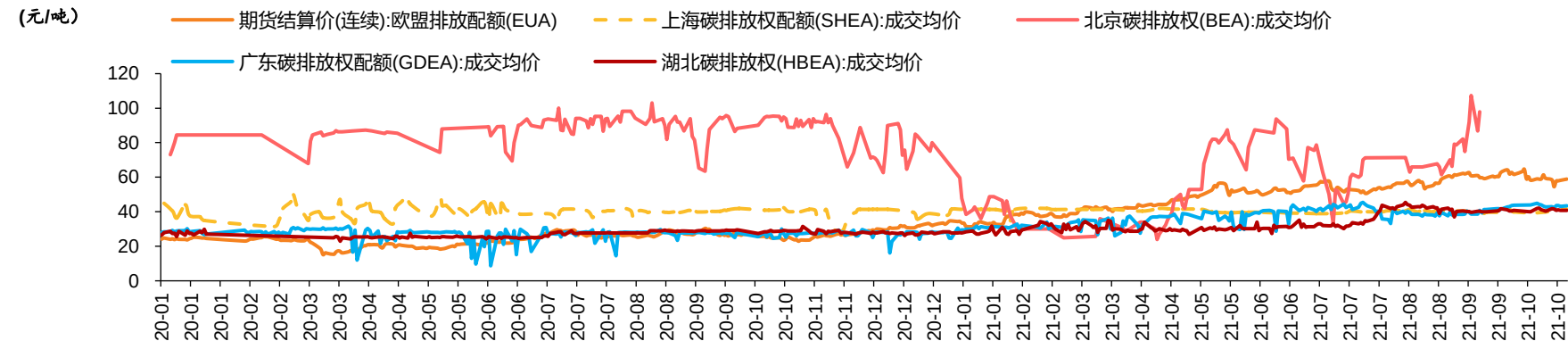
图：各主要水泥企业熟料产能



图：各水泥企业产能利用率



图：各地区碳排放权配额价格



资料来源：海螺水泥、上峰水泥、华新水泥、冀东水泥、万年青、塔牌集团、福建水泥、中国建材、祁连山、天山股份、宁夏建材公司公告、卓创资讯、Wind、天风证券研究所，注：欧盟排放配额单位为欧元/吨，其他单位为元/吨

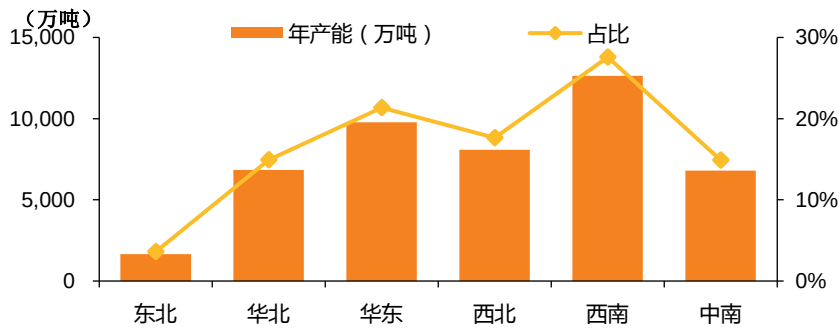
供给：政策要求25年水泥标杆产能占比超过30%，小产线加快退出

- 政策要求2025年标杆产能比重超过30%，未来行业2500T/D及以下规模产能有望陆续退出，总产能将收缩8.6%以上。国家发改委发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》，其中规定水泥熟料单位产品综合能耗的基准水平为117kg标煤/吨，标杆水平为100kg标煤/吨，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的产能比例超过30%。根据数字水泥网统计，当前全国能够达到基准水平的水泥熟料产能占比达75%，达到标杆水平的比例仅有5%，若要实现2025年目标，对现有产能的能耗仍需进一步降低。
- 根据我们统计，水泥行业2500吨/日及以下的产线共642条，年产能达4.58亿吨，占行业总产能比重约为26%，其中西南地区最多，达1.3亿吨，其次为华东，21年山东省已明确指出2022年底前，2500吨/日规模的熟料生产线整合退出一半以上，2025年底前，2500t/d规模的熟料生产线全部整合退出，率先将产能退出提升到政策层面，预计后续各省政策有望陆续出台。若按1.5：1的置换比例，则行业产能最低将净缩减1.5亿吨，占当前产能的比重达8.6%。

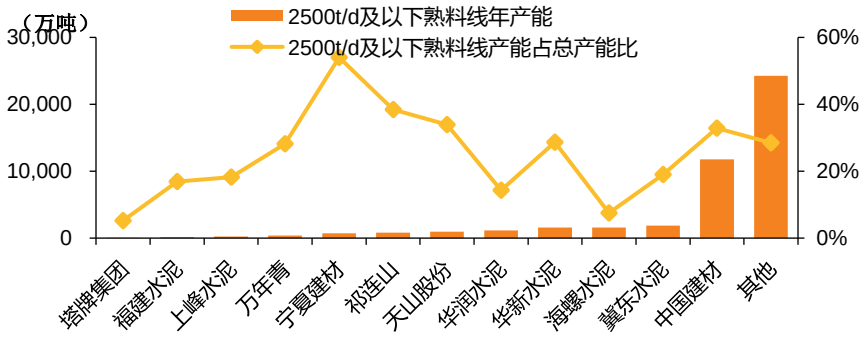
图：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况

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



供给：置换新规提高置换比例同时加大异地置换限制，或带来供给端实质性好转

- 工信部21年7月20日晚发布修订后的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，自2021年8月1日起施行，相比于2017年版本，整体对水泥新增产能的管控进一步趋严，修订内容包括对置换比例和置换范围做出调整，要求位于国家规定的环境敏感区/非敏感区的建设项目，产能置换比例分别不低于2:1和1.5:1（vs2017年规定的1.5:1和1.25:1），同时要求跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1，提高了水泥跨省置换比例，之前水泥企业较多通过异地置换的方式处理过剩产能，新增产能使得部分地区供需平衡被打破，对区域水泥价格造成扰动，而新的置换办法对异地置换加大限制，有利于进一步优化水泥行业供给格局，压减过剩产能。

图：水泥玻璃行业产能置换办法2021vs2017

	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2017）	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2021.7）
产能置换办法适用范围	适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目和已经由工业和信息化部、发展改革委联合明确出地方视情处理、但尚未公告产能置换方案的在建水泥熟料、平板玻璃项目。	本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目，以及明确由地方视情处理、但尚未开展产能置换的在建项目。 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须制定产能置换方案，实施产能置换。
置换产能的要求	（1）应当为2018年1月1日以后在省级工业和信息化主管部门（以下简称省级主管部门）门户网站上公告关停退出的产能。 （2）已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受奖补资金和政策支持的退出产能，无生产许可的水泥熟料产能，均不得用于产能置换。用于置换的产能指标不得重复使用。	（1）用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能必须是合规的有效产能（含经省级工业和信息化主管部门审批已实施窑炉技术改造，并经省级行业协会等组织鉴定过的JT窑），且在各省级工业和信息化主管部门每年公告的本地区合规水泥熟料、平板玻璃生产线清单内。 （2）已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受产能退出补贴的生产线，无水泥产品生产许可证或许可证过期，未依法取得排污许可证或许可证过期的水泥熟料产能不能用于产能置换。 （3）违反错峰生产规定被省级及以上工业和信息化主管部门或环保部门约谈后拒不改正的水泥企业所涉及的熟料产能不能用于产能置换。 （4）2013年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能（因省级主管部门制定或同意的错峰生产方案以及因地方规划调整导致此情况的除外）不能用于产能置换。 （5）用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能拆分转让不能超过两个。 （6）非新型干法工艺的特种水泥产能指标只能置换为特种水泥项目。
置换比例的确定	位于国家规定的环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例为1.5:1；位于非环境敏感区的新建项目，产置换比例为1.25:1；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。	（1）位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目，产能置换比例不低于2:1；位于非大气污染防治重点区域的建设项目，产能置换比例不低于1.5:1。 （2）使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于2:1。

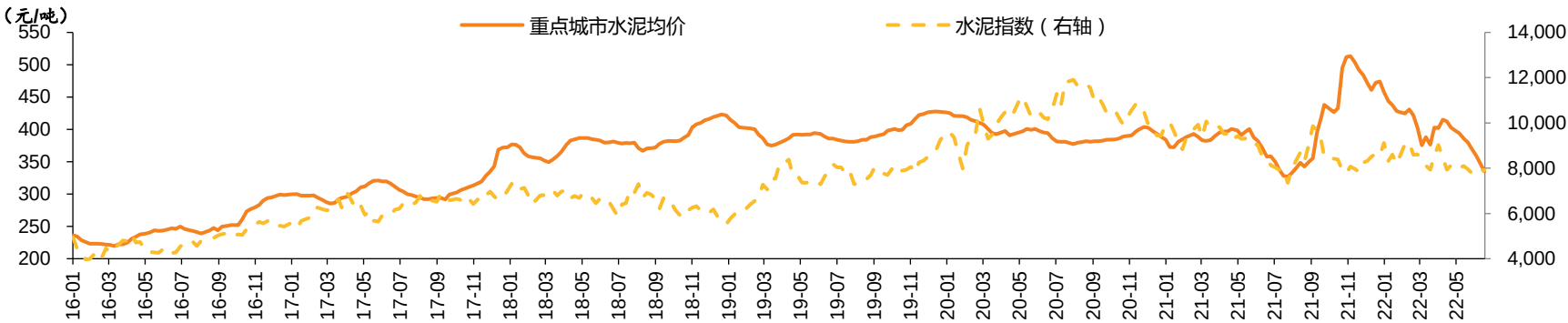
资料来源：工信部、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

股价复盘：水泥行情与价格周期正相关

➤ 我们选取2016年至今全国重点城市水泥均价与水泥指数，发现二者走势相关性较高。2016年中央提出“三去一降一补”的供给侧改革，供给端严控新增产能，同时错峰生产有序执行，实际产能进一步收缩，水泥价格迎来新一轮提高，20年上半年淡季价格依旧保持韧性，且疫后抢开工提振需求端预期，水泥指数创下新高，但Q4旺季价格涨幅不及预期导致指数出现回撤，21年价格底出现在7月末，8月份指数随着水泥价格一同提高，但在这一轮指数上行周期要明显短于水泥价格上行周期（水泥价格提高持续了约90天，水泥指数仅持续40天），背后原因是需求环境发生改变，市场表现出更多的对价格持续性的担忧。21年12月稳增长预期升温带动水泥板块阶段性走强，但年初至今稳增长的效果迟迟没有兑现，水泥需求持续疲软，期间水泥出货率持续低于去年同期。这一阶段市场主要是在交易稳增长的预期变化，但实际基本面并没有改观，因此水泥板块的行情也是宽幅震荡，提高/下跌行情持续时间都比较短。近期局部地区价格竞争加剧引发市场悲观预期，但我们认为此次价格战本质原因是需求下滑幅度超预期引发的市场应对不足，但并不意味着供给协同的破裂，在淡季之后新的竞合关系或将形成，旺季价格若出现快速拉涨，仍可能会催化指数修复。

图：水泥价格vs水泥指数走势



表：21年年初至22年6月30日水泥指数表现分析

开始时间	结束时间	行情天数	走势特点	区间表现	相对沪深300	相对wind全A
2021/1/1	2021/4/30	119	窄幅震荡	期间最大涨跌幅在10%左右		
2021/5/1	2021/7/30	90	持续下跌	-20%	-14%	-23%
2021/8/1	2021/9/13	43	快速反弹	39%	35%	32%
2021/9/14	2021/11/2	49	快速回调	-24%	-21%	-20%
2021/11/3	2022/6/30	239	宽幅震荡	期间最大涨跌幅在17%左右		

- 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（1112）

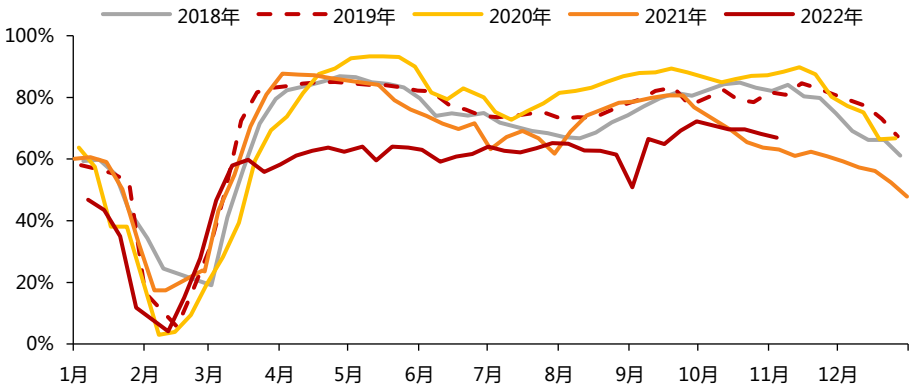
- 水泥出货率：环比下降2pct，华北地区跌幅明显
- 磨机开工率：周环比保持不变，华北、华东地区略有涨幅
- 库存：周环比下降1.2pct，西南地区降幅显著
- 价格：环比提高1.6元/吨，西南、中南地区涨幅明显
- 水煤价差：周环比提高7元/吨，年同比低187元/吨

水泥出货率：环比下降2pct，华北地区跌幅明显

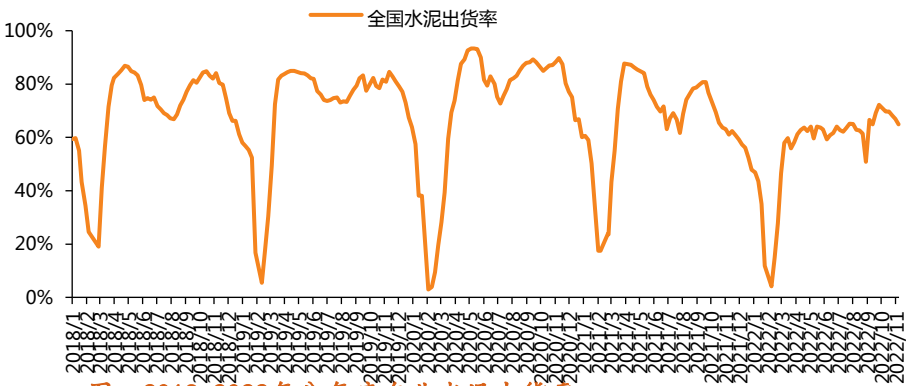
上周全国水泥出货率65%，周环比下降2pct，年同比高4pct。11月上旬，受部分地区疫情复发，以及下游资金影响，水泥市场需求量环比继续减弱。

华北地区水泥出货率40%，周环比下降11pct，年同比低16pct，北京、天津、山西地区水泥出货率分别保持在6成、5成、5成，河北地区水泥出货率环比下降50pct，内蒙古地区环比下降5pct；东北地区水泥出货率为33%，周环比下降5pct，年同比高22pct，辽宁、黑龙江地区水泥出货率分别环比下降10pct、5pct，吉林地区水泥出货率保持在5成半。

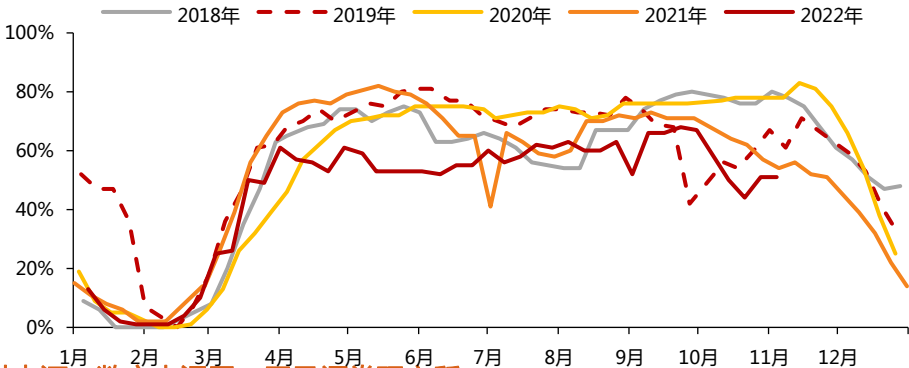
图：2018-2022年分年度全国水泥出货率



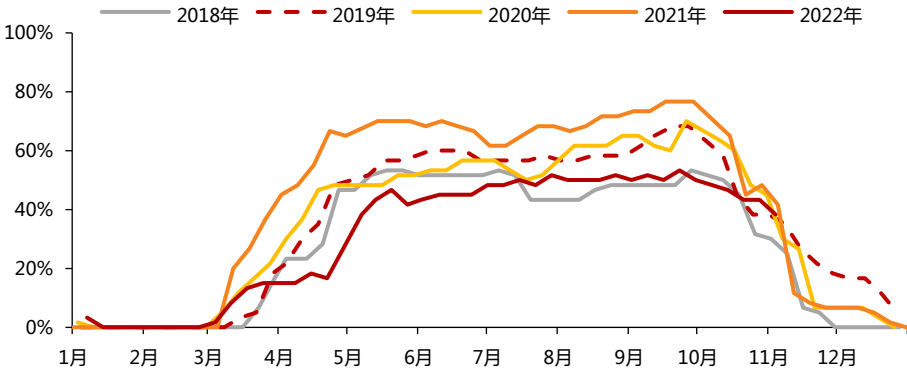
图：2018-2022年全国水泥出货率走势图



图：2018-2022年分年度华北水泥出货率



图：2018-2022年分年度东北水泥出货率



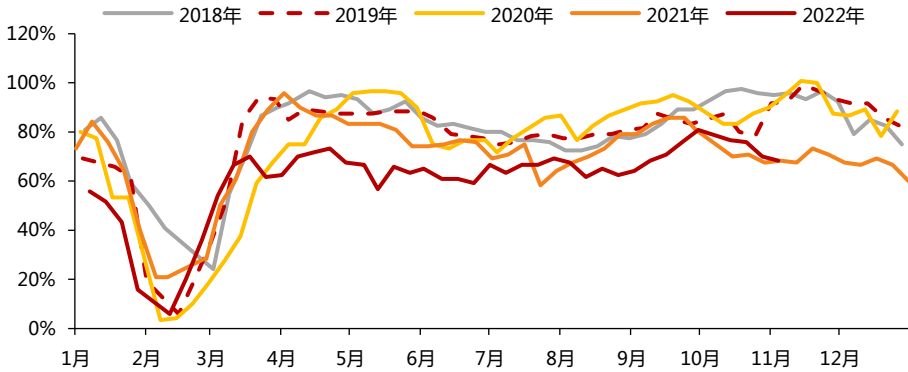
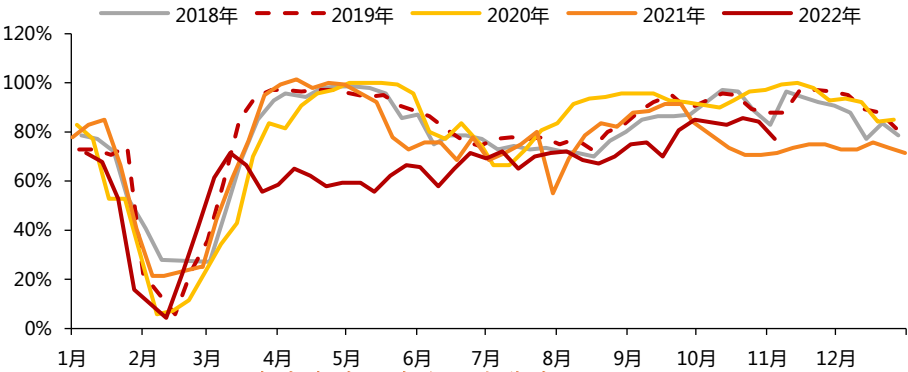
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

水泥出货率：环比下降2pct，华北地区跌幅明显

➤ 华东地区水泥出货率78%，周环比上升1pct，年同比高4pct，上海、福建地区水泥出货率分别环比下降15pct、5pct，江苏、安徽、山东地区水泥出货率环比上升15pct、5pct、5pct，浙江、江西地区水泥出货率分别保持在9成、8成；中南地区出货率68%，周环比保持不变，年同比上升1pct，河南地区水泥出货率环比上升30pct，湖北、广东地区水泥出货率分别环比下降5pct、25pct，湖南、广西、海南地区水泥出货率分别保持在7成、7成半、7成半；西南地区出货率69%，周环比上升4pct，年同比高9pct，重庆、四川地区水泥出货率均环比下降5pct，贵州地区水泥出货率环比上升25pct，云南地区水泥出货率保持在5成；西北地区出货率36%，周环比下降4pct，年同比低5pct，陕西、甘肃地区水泥出货率均环比下降10pct，青海、宁夏、新疆地区水泥出货率分别保持在2成、3成、3成。

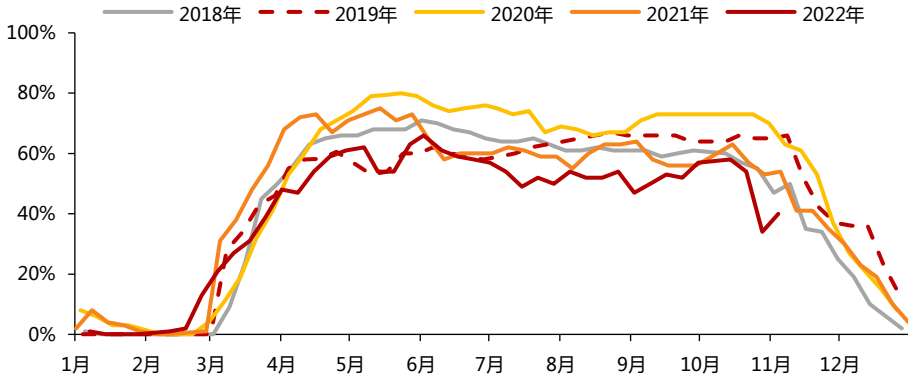
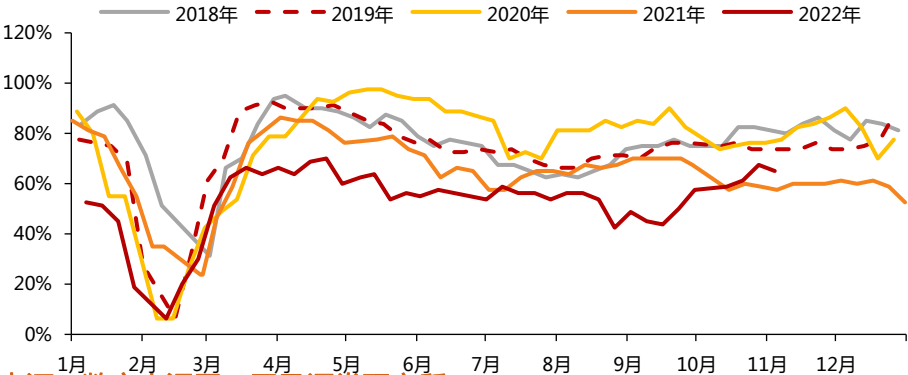
图：2018-2022年分年度华东水泥出货率

图：2018-2022年分年度中南水泥出货率



图：2018-2022年分年度西南水泥出货率

图：2018-2022年分年度西北水泥出货率

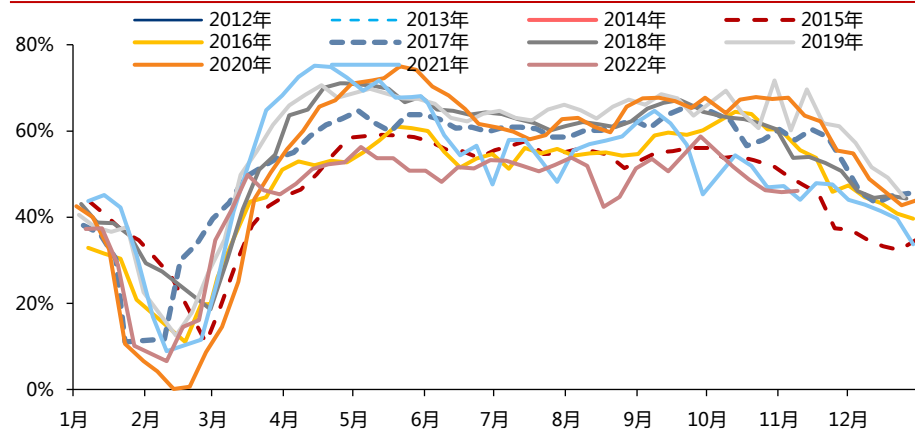


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

磨机开工率：周环比保持不变，华北、华东地区略有涨幅

上周全国水泥磨机开工率46%，周环比保持不变，年同比低1pct。华北地区水泥磨机开工30%，周环比上升1pct，年同比高1pct，北京、山西地区磨机开工率分别保持在4成、3成，天津、河北地区开工率均环比上升5pct，内蒙古地区开工率环比下降5pct；东北地区水泥磨机开工率为20%，周环比保持不变，年同比低2pct，辽宁、吉林、黑龙江地区磨机开工率均保持在2成。

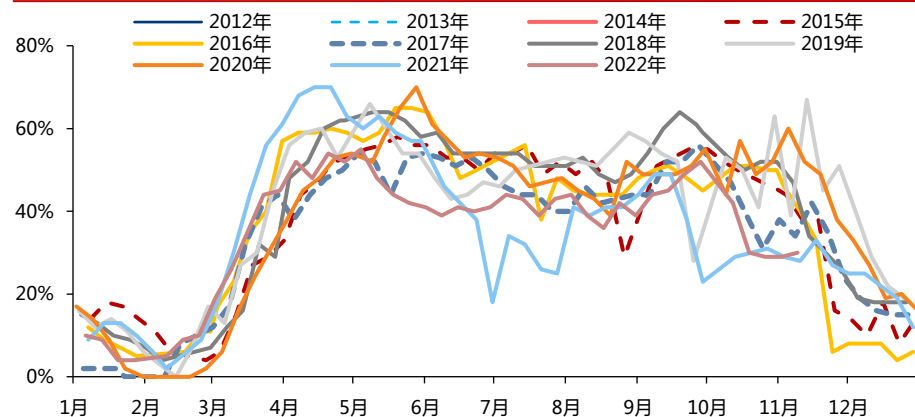
图：分年度全国水泥磨机开工率



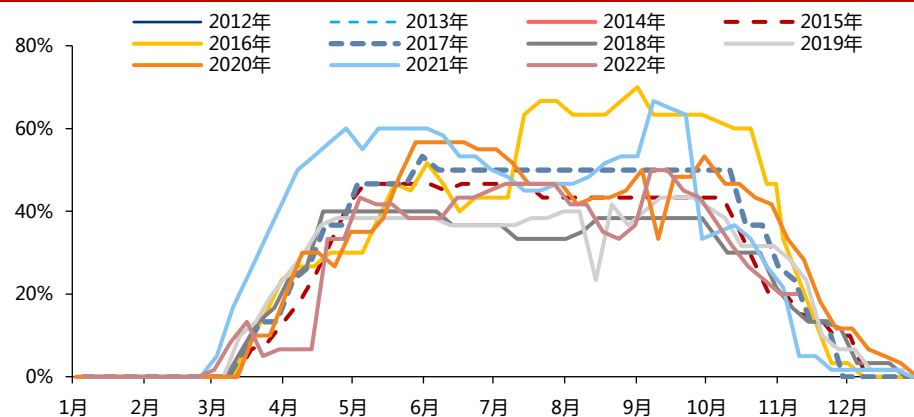
图：全国磨机开工率走势图



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



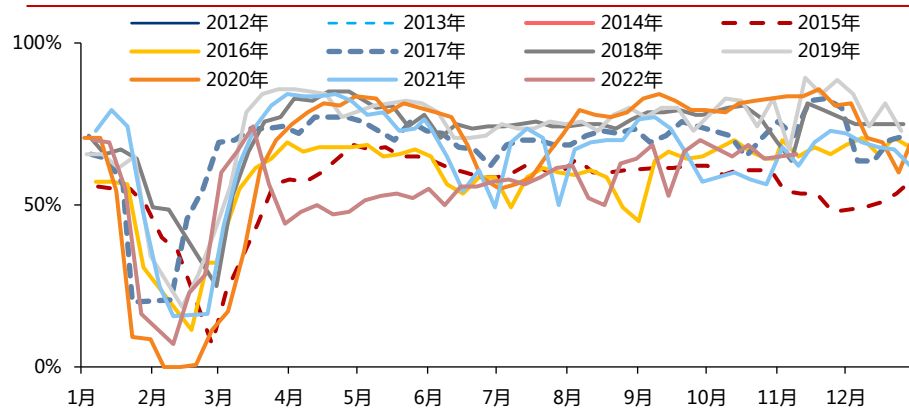
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

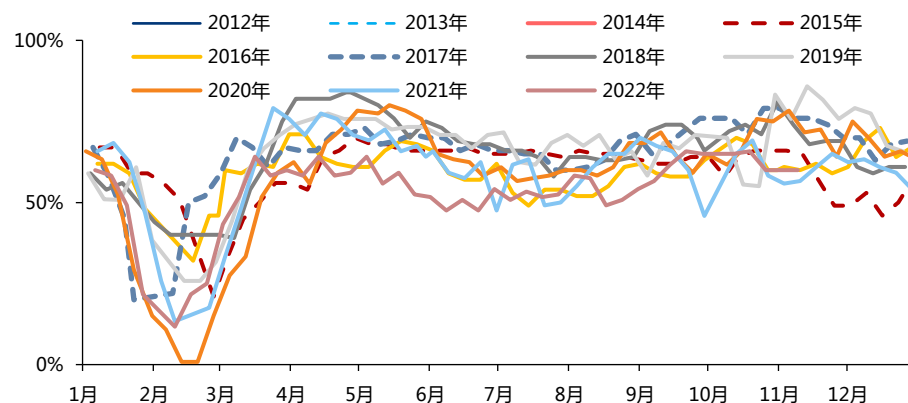
磨机开工率：周环比保持不变，华北、华东地区略有涨幅

➤ **华东地区水泥磨机开工率66%，周环比提高1pct，年同比低2pct**，上海、江苏、福建、江西地区磨机开工率分别保持在6成、7成、7成、6成半，浙江、山东地区磨机开工率均环比提高5pct，安徽地区开工率环比下降5pct；**中南地区水泥磨机开工60%，周环比保持不变，年同比提高4pct**，河南地区磨机开工率环比提高5pct，湖北地区开工率环比下降5pct，湖南、广东、广西、海南地区磨机开工率分别保持在6成半、6成、6成、6成；**西南地区开工率49%，周环比保持不变，年同比低1pct**，重庆、四川、贵州、云南、西藏地区开工率分别保持在7成、7成、5成半、3成、2成；**西北地区开工率31%，周环比保持不变，年同比低8pct**，陕西、新疆地区磨机开工率均环比下降5pct，甘肃、青海地区磨机开工率分别保持在3成、3成半，宁夏地区开工率环比上升10pct。

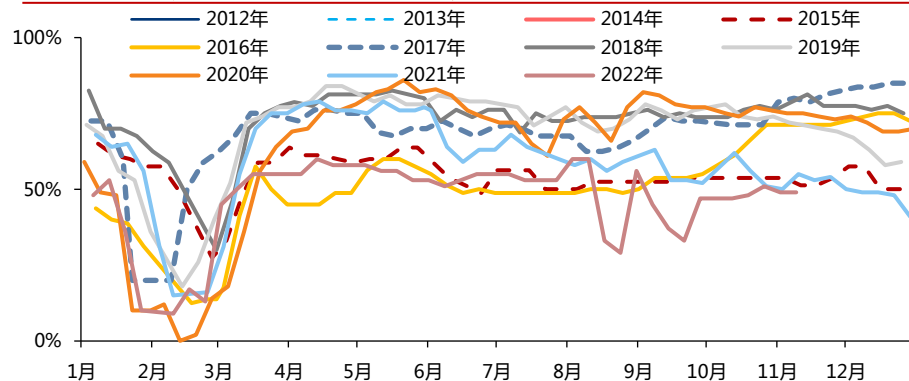
图：分年度华东水泥磨机开工率



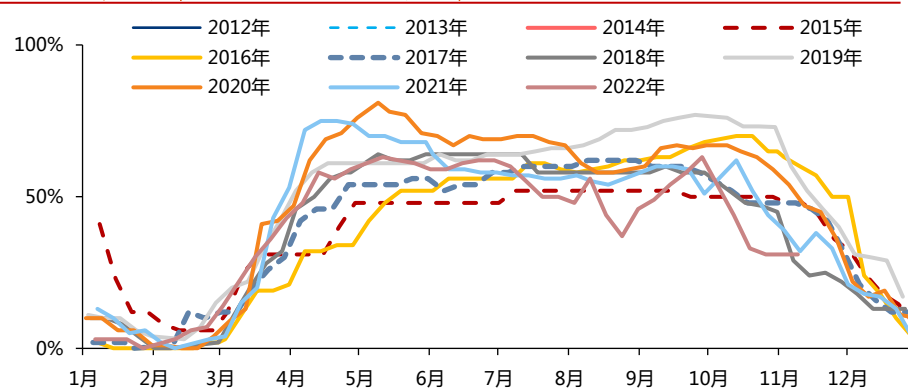
图：分年度中南水泥磨机开工率



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



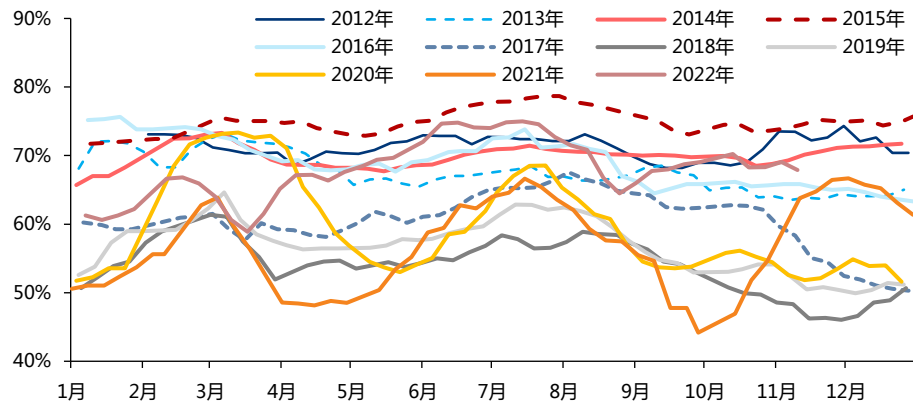
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

库存：周环比下降1.2pct，西南地区降幅显著

上周全国水泥库存68%，周环比下降1.2pct，年同比高4pct，西南地区降幅显著，华北、华东地区次之。

华北地区水泥库存61%，周环比下降2pct，年同比高8pct，北京、天津、山西、内蒙古地区水泥库存分别保存在4成、7成、6成半、8成，山西地区水泥库存环比下降10pct；东北地区水泥库存80%，周环比保持不变，年同比高25pct，辽宁、吉林、黑龙江地区水泥库存均保持在8成。

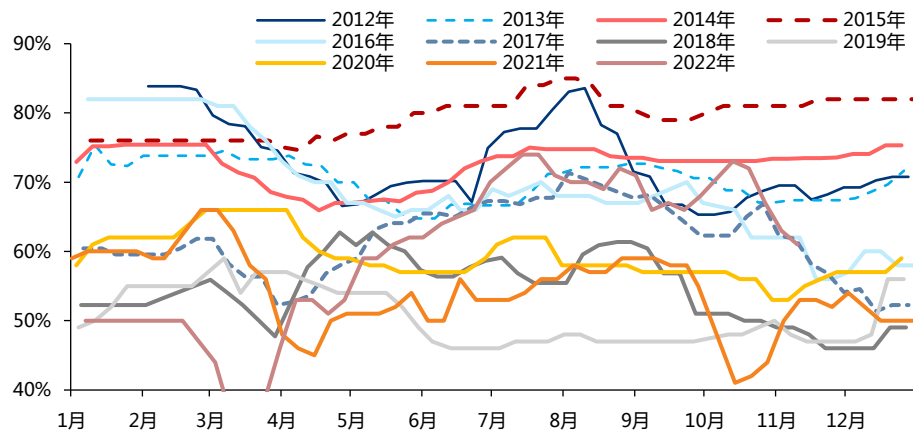
图：分年度全国水泥库存



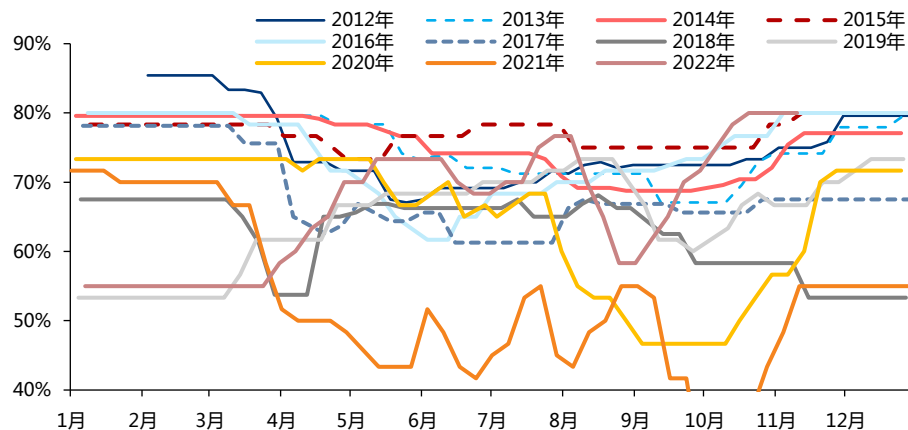
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存



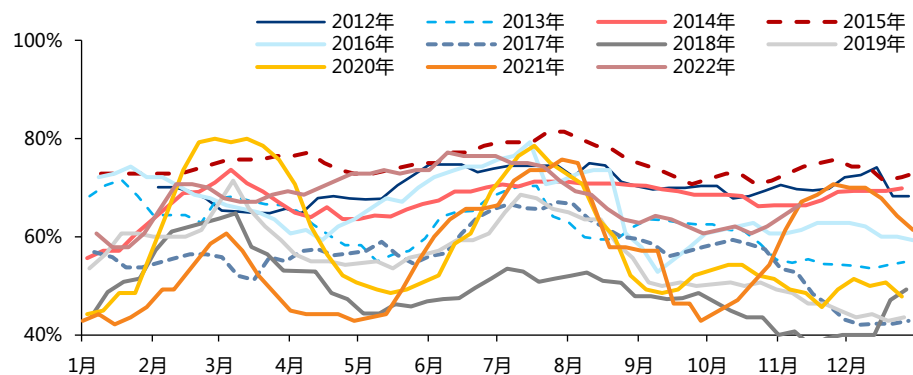
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

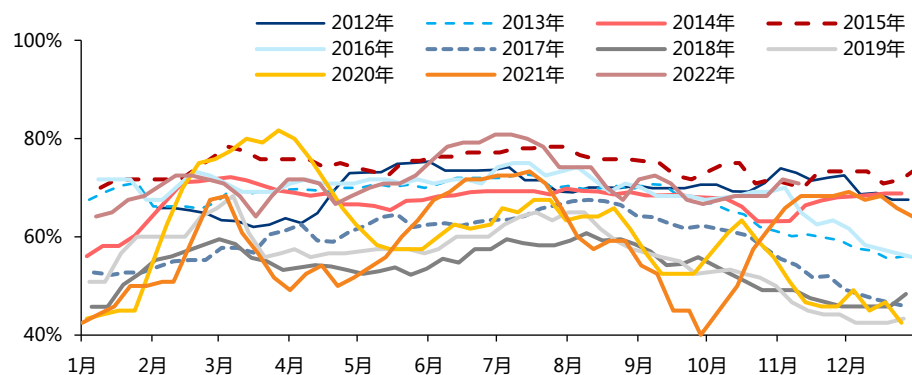
库存：周环比下降1.2pct，西南地区降幅显著

➤ 华东地区水泥库存66%，周环比华东2.1pct，年同比低1pct，上海、江苏、山东地区水泥库存均环比提高5pct，浙江、安徽、福建、江西地区水泥库存分别保持在7成半、6成、6成、7成半；中南地区水泥库存71%，周环比环比下降0.8pct，年同比高3pct，河南、湖北、湖南、广东、海南地区水泥库存分别保持在8成半、8成、7成、5成半、7成，广西地区水泥库存环比下降5pct；西南地区水泥库存55%，周环比下降10pct，年同比低16pct，重庆、四川、贵州、云南地区水泥库存分别环比下降5pct、10pct、10pct；西北地区水泥库存82%，周环比上升1pct，年同比高18pct，陕西、甘肃、宁夏、新疆地区库存分别保持在8成半、8成半、8成，青海地区库存环比提高5pct。

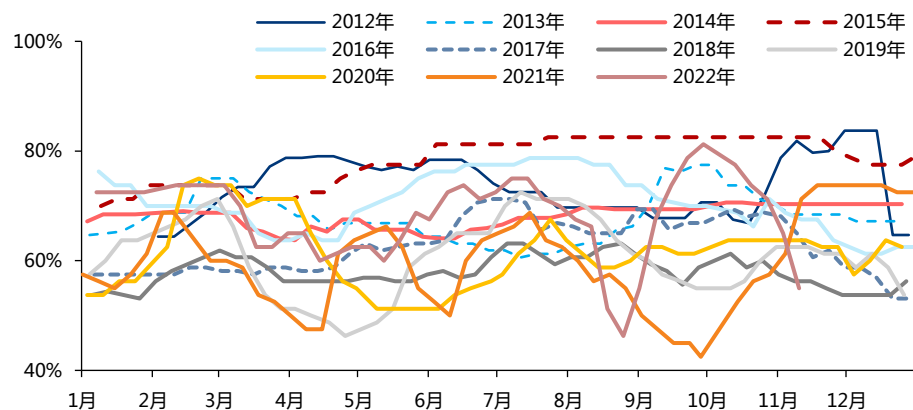
图：2012-2022年分年度华东水泥库存



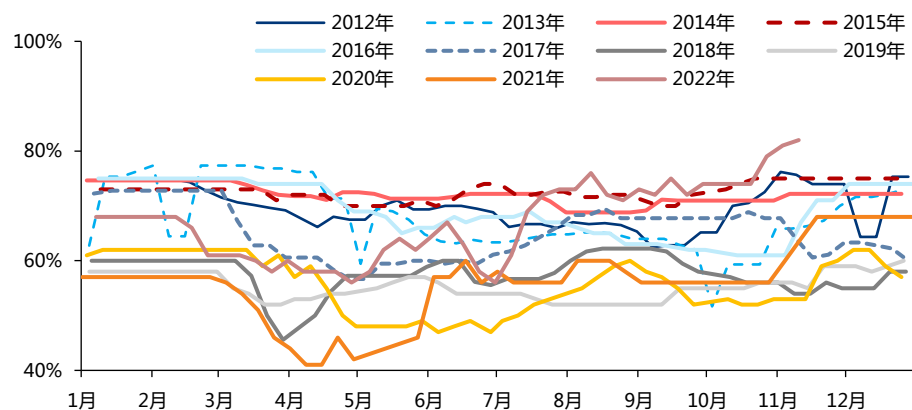
图：2012-2022年分年度中南水泥库存



图：2012-2022年分年度西南水泥库存



图：2012-2022年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

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

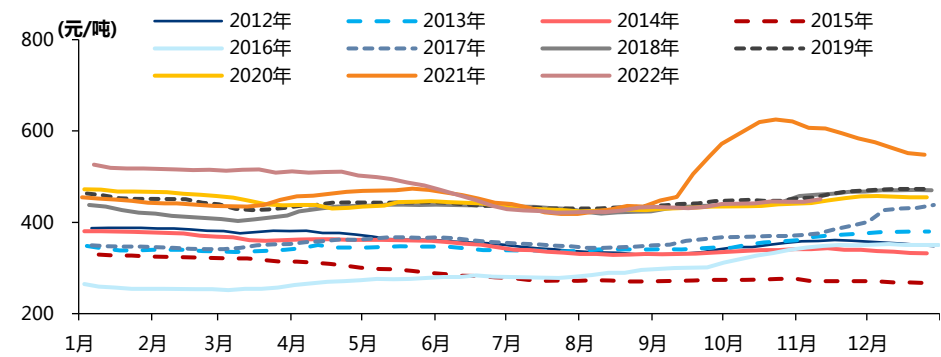
价格：环比提高1.6元/吨，西南、中南地区涨幅明显

上周全国水泥价格452元/吨，周环比高1.6元/吨，年同比低143.2元/吨。水泥价格在企业错峰生产和成本增加驱动下，延续上行走势。鉴于四季度下游需求受多重不利因素影响，部分地区需求有提前减弱的可能，后期价格走势或将震荡调整为主。

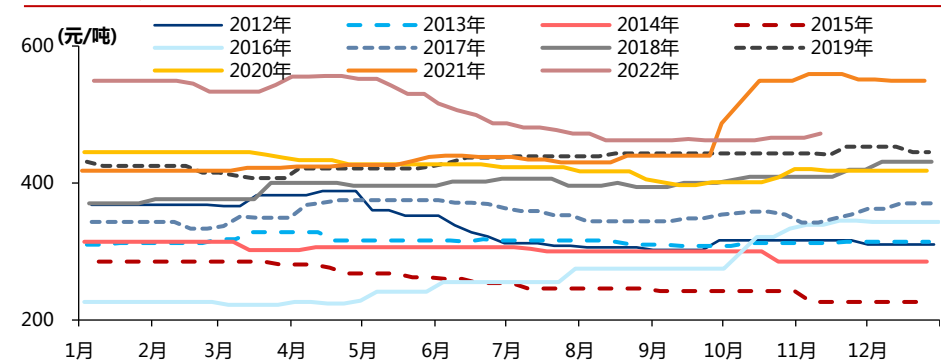
华北地区水泥均价472元/吨，周环比保持不变，年同比低87.0元/吨，华北地区水泥价格保持稳定。北京地区水泥价格平稳，P.O42.5散到位价390-460元/吨不等，部分工程项目开工受到限制，企业出货维持在6成左右。天津地区下游需求环比变化不大，企业出货5成左右，后期价格多以平稳为主。河北地区水泥价格平稳，受外部因素影响，企业发货以及工地施工全部禁止，仅极个别重点工程仍在施工，水泥需求较差。

东北地区水泥均价437元/吨，周环比保持不变，年同比低191.7元/吨。辽宁沈阳、辽阳等地区水泥价格小幅下调10元/吨，P.O42.5散出厂价240-270元/吨，下游资金紧张，且无新开工程项目，加之气温逐渐下降，水泥需求持续下滑，企业发货降至3-4成，库存高位承压，部分企业库满被迫停窑，为抢占仅有市场份额，价格继续走弱。吉林长春地区水泥价格稳定，受重点工程项目支撑，水泥需求尚可，企业日出货仍能维持在5-6成，库存普遍高位运行。黑龙江企业全面执行冬季错峰生产，吉林和辽宁地区仍未开始。

图：全国月度水泥价格比较



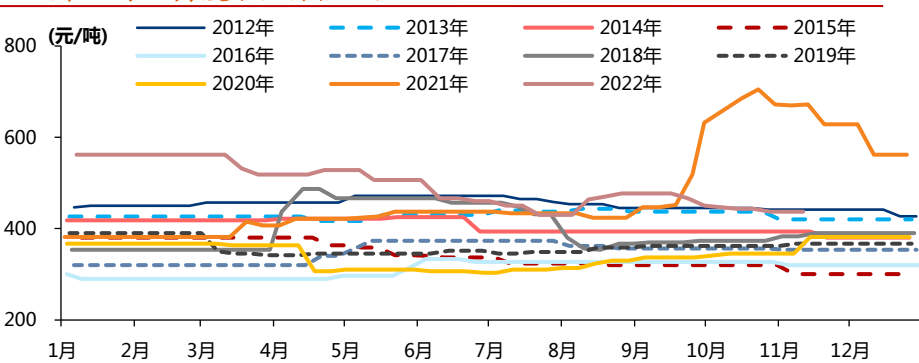
图：华北月度水泥价格比较



图：全国水泥价格走势



图：东北月度水泥价格比较



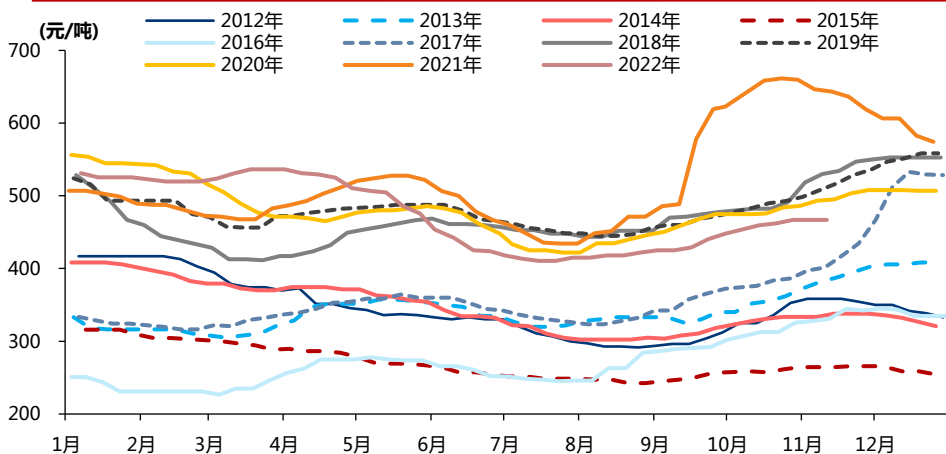
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

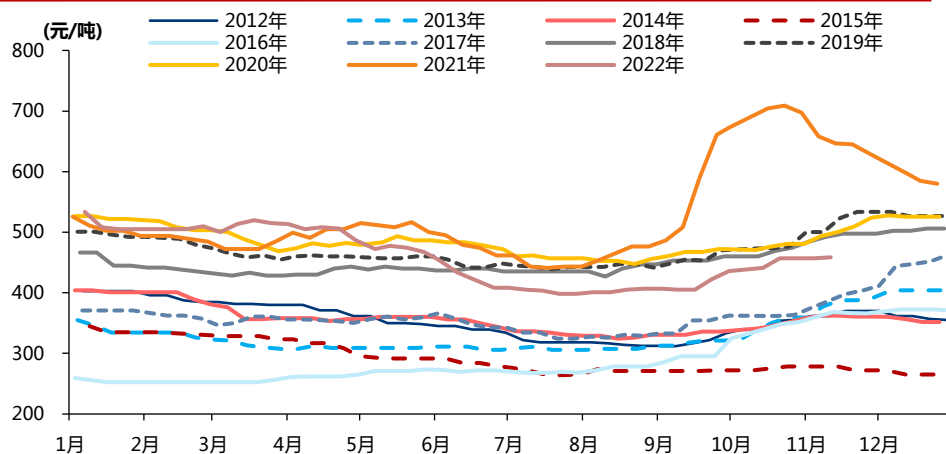
价格：环比提高1.6元/吨，西南、中南地区涨幅明显

- **华东地区水泥均价467元/吨，周环比保持不变，年同比低169.3元/吨。**华东地区水泥价格趋弱运行。江苏南京地区水泥价格稳定，疫情缓解，下游需求逐步恢复，企业发货提升至8-9成，库存仍偏高。苏北地区水泥企业公布高标号价格上调10元/吨，主要是前期价格出现回落，随着煤炭等原材料价格持续上涨，迫于成本增加压力，企业小幅恢复性上调价格，目前市场需求表现一般，企业发货仅在正常水平6-7成。浙江杭嘉湖地区水泥价格稳定，天气持续晴好，下游工程项目施工正常，水泥需求稳定，企业发货保持在8-9成，由于近期没有错峰生产安排，整体库存水平较高。上海地区水泥价格稳定，本周受进博会召开影响，核心区域部分工程项目和搅拌站施工受限，水泥需求量环比下滑10%-20%，企业发货降至7-9成，剔除该事件影响，市场需求基本保持稳定。安徽合肥及巢湖地区水泥价格稳定，疫情虽有所缓解，但市场需求恢复有限，企业日出货在7-8成，熟料库存普遍偏高。山东济南地区水泥价格稳定，受疫情影响，外来水泥进入量减少，本地企业出货能达7-8成。
- **中南地区水泥均价465元/吨，周环比提高6.7元/吨，年同比低180.0元/吨。**中南地区水泥价格涨跌互现。广东珠三角地区除广州以外，其他地区水泥需求相对稳定，因西江水位仍未恢复，广西水泥进入量较少，企业发货量仍维持在9成或正常水平。广西崇左、防城港、桂林地区水泥企业公布价格上调10-20元/吨，由于煤炭等原材料价格持续上涨，企业利润空间不断被压缩，为提升盈利，企业陆续公布价格上涨。河南地区水泥价格上调50元/吨。11月15日起，省内开展为期四个月的错峰生产，供给收缩，企业顺势推动价格上调。湖南株洲地区受外部因素影响较大，价格上调后暂无实际成交，长株潭其他区域企业基本完成价格上涨，但市场需求表现一般，企业发货仅在正常水平7成左右，库存普遍高位运行。湖北武汉以及鄂东地区水泥价格有下行趋势，部分工程和搅拌站禁止施工，企业出货环比下滑10%-20%，库存高位运行，个别企业为增加销量，率先下调价格，其他企业将陆续跟进。河南地区水泥价格上调50元/吨。11月15日起，省内开展为期四个月的错峰生产，供给收缩，企业顺势推动价格上调。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较

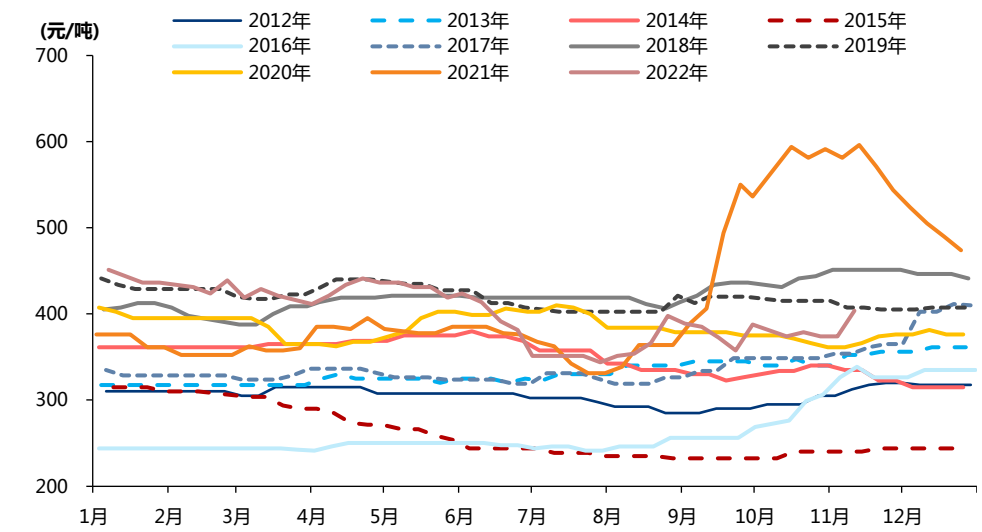


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

价格：环比提高1.6元/吨，西南、中南地区涨幅明显

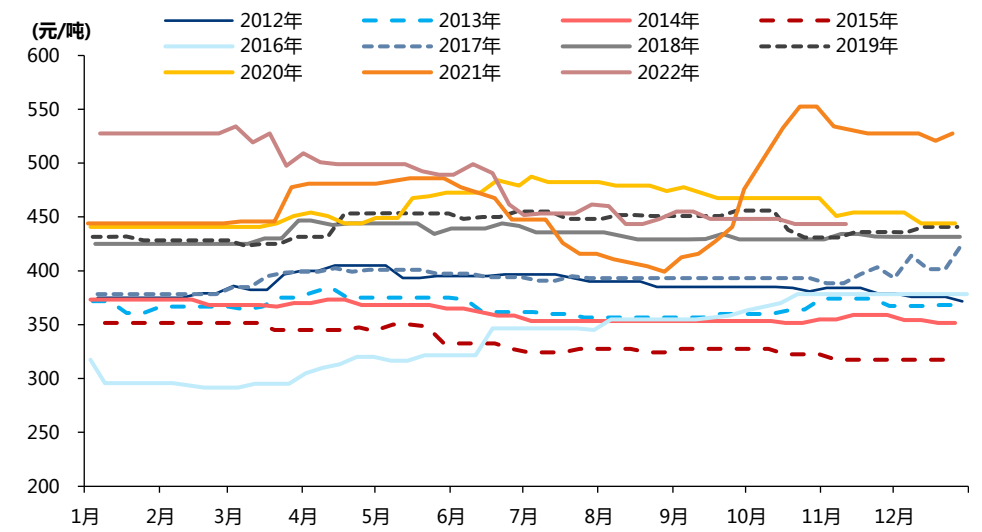
- **西南地区水泥均价416元/吨，周环比提高12.5元/吨，年同比低155.0元/吨**，西南地区水泥价格继续推涨。四川成德绵地区水泥价格涨后平稳，由于涨价前企业囤货积极性较高，短期以消化库存为主，水泥需求略有下滑，企业日出货在7-8成，受益于企业错峰生产，库存普遍降至低位。重庆主城、渝西北地区水泥价格上调50元/吨，煤炭等原材料成本不断攀升，水泥生产成本大幅增加，区域价格持续低位徘徊，大部分企业处于亏损边缘，为提升盈利，通过错峰生产，减少供给，再次推动价格上调。云南昆明地区水泥价格趋强运行，水泥需求量变化不大，企业日出货在4-5成，受益于限电并叠加错峰生产，企业库存快速降至中等水平。贵州贵阳、安顺地区水泥价格趋强运行，疫情得到有效控制，且市场仅剩两个月施工期，前期被抑制需求释放，企业出货环比增加20%-30%，至6-8成，库存降至中等或偏下水平，企业有推涨价格计划。
- **西北地区水泥均价437元/吨，周环比降低6.7元/吨，年同比低90.8元/吨**，西北地区水泥价格出现回落。甘肃兰州、白银以及临夏等地区水泥价格下调30-40元/吨，受疫情影响，下游需求持续疲软，省内各地区企业出货量仅在3-4成水平，库存高位运行，另外进入最后需求期，企业为增加销量，陆续下调价格。陕西关中地区水泥价格平稳，气温下降以及受资金短缺影响，工程项目和搅拌站已经开始陆续停工，水泥需求减弱，企业发货降到5-6成，库存高位运行。前期价格上涨未能成功，企业计划于近日再次尝试上调，主要为了防止后期继续回落。宝鸡地区虽有疫情干扰，但因工程项目仍在收尾阶段，企业出货有6成左右，后期价格将以稳为主。

图：西南月度水泥价格比较



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

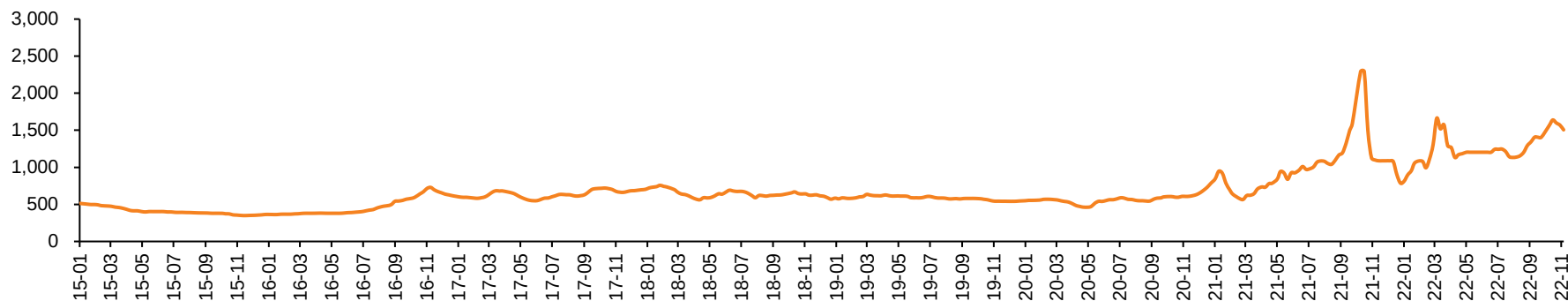
图：西北月度水泥价格比较



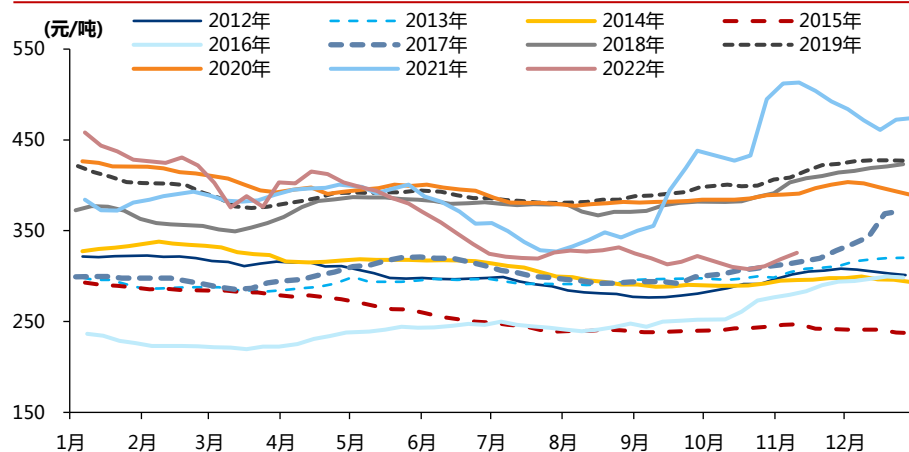
水煤价差：周环比提高7元/吨，年同比低187元/吨

本周全国水煤价差326元/吨，周环比提高7元/吨，年同比低187元/吨。产地方面，目前国内主流煤矿多以兑现长协用户需求为主，执行中长期合同合理价格。市场煤表现则有分化，其中山西大同及内蒙鄂尔多斯地区受运力有限及下游需求偏弱影响，部分煤矿出货压力增加，坑口库存上升，下调坑口价格以改善销售；榆林地区则整体涨跌互现，但上下波动幅度不大。港口方面，本周北方港口动力煤市场整体偏弱下行。近期大秦线运输逐步好转，港口煤炭调入量略有回升，北方港口煤炭库存总量下滑速度放缓，需求端，沿海地区主力电厂库存多可保持在安全水平之上，拉运以长协为主；化工、水泥等非电用户则因行业利润表现不理想，普遍有观望情绪，拉运积极性不高。市场煤需求低迷，贸易商情绪多有松动，出货心理增加，报价逐步下调。

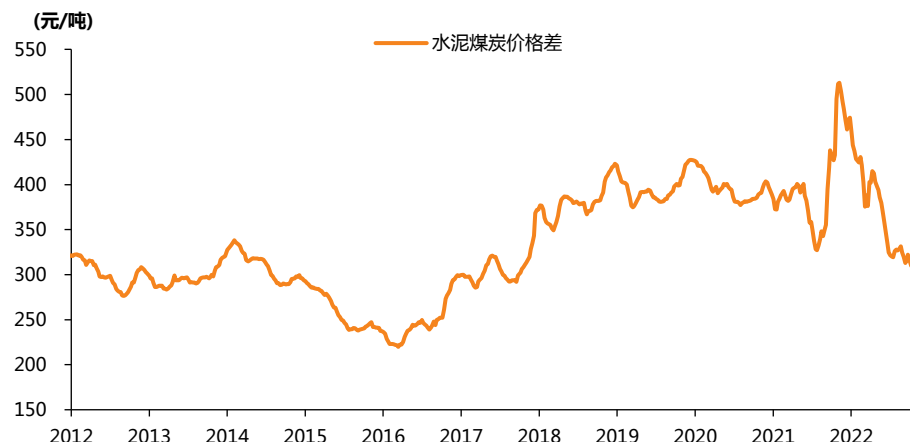
图：平仓价：动力末煤（Q5500）：秦皇岛



图：分年度全国水泥煤炭价格差



图：2012-2022年全国水泥煤炭价格差走势



资料来源：Wind、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

THANKS