

水泥

需求提前减弱趋势明朗，价格或继续震荡调整走势

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（11.21-11.25）水泥指数上涨1.38%，跑输建材指数。1-10月水泥产量17.59亿吨，同比下滑11.3%，10月单月水泥产量2.04亿吨，同比增长0.4%，单月延续正增长。上周全国水泥市场价格455元/吨，环比下滑1.3元/吨。价格回落地区有河南、上海、湖南和江苏南部，下调10-30元/吨；价格上涨地区为山东，小幅上涨10元/吨。11月下旬，受下游资金短缺、某外部因素，以及降雨降温等多重不利因素影响，国内水泥市场需求量环比继续减弱，企业库存不断攀升，导致水泥价格出现震荡调整行情。整体来看，下游水泥需求提前减弱趋势明朗，再结合各地的相关政策，水泥需求再恢复的可能性不大，维持前期判断，后期水泥价格多将保持震荡调整走势为主。
- 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.SH	海螺水泥	1,495	28.22	351.3	332.7	165.6	199.8	6.63	6.28	3.12	3.77	4.26	4.50	9.03	7.48	0.89	0.78	0.78	0.72	7.1%	7.5%	8.4%
000672.SZ	上峰水泥	109	11.19	20.3	21.8	19.9	23.2	2.08	2.23	2.04	2.38	5.39	5.01	5.49	4.69	1.52	1.21	1.17	1.00	8.0%	7.6%	7.1%
000877.SZ	天山股份	786	9.07	15.2	125.3	84.9	110.4	0.18	1.45	0.98	1.27	51.82	6.27	9.26	7.12	6.94	0.86	0.89	0.83	5.6%	5.3%	3.6%
002233.SZ	塔牌集团	90	7.53	17.8	18.4	3.0	4.0	1.49	1.54	0.25	0.34	5.04	4.89	29.64	22.19	0.86	0.76	0.75	0.71	11.3%	10.0%	8.2%
600801.SH	华新水泥	320	15.24	56.3	53.6	35.5	45.9	2.69	2.56	1.69	2.19	5.67	5.96	9.00	6.96	1.24	1.09	1.12	1.01	7.9%	7.1%	6.6%
603916.SH	苏博特	72	17.03	4.4	5.3	4.1	5.4	1.05	1.27	0.97	1.28	16.24	13.43	17.52	13.27	1.90	1.68	1.67	1.51	1.8%	2.1%	2.1%
002398.SZ	垒知集团	44	6.09	3.7	2.7	3.0	3.8	0.52	0.38	0.42	0.53	11.72	16.05	14.38	11.43	1.33	1.25	1.19	1.09	1.3%	1.3%	1.3%

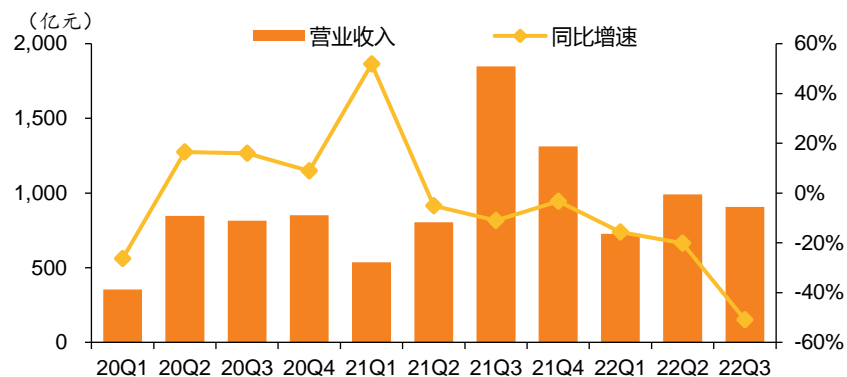
注：表中市值数据截至2022年11月25日收盘。归母净利润预测来自天风建材团队。资料来源：Wind、天风证券研究所

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

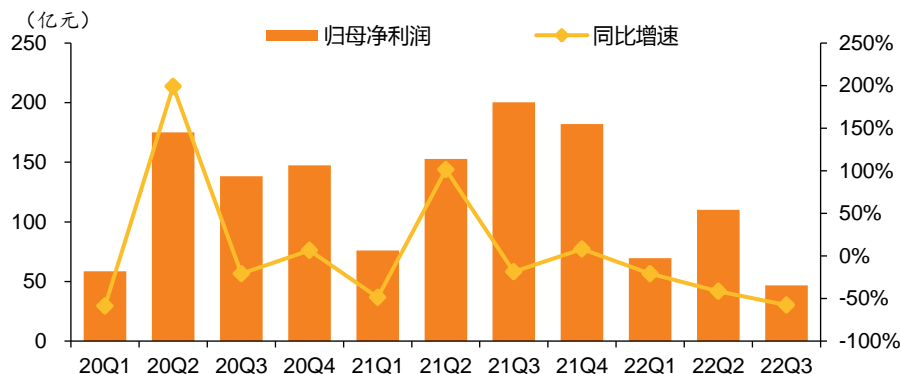
水泥Q3综述：量价齐跌，毛利率承压，Q4环比或有好转

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。

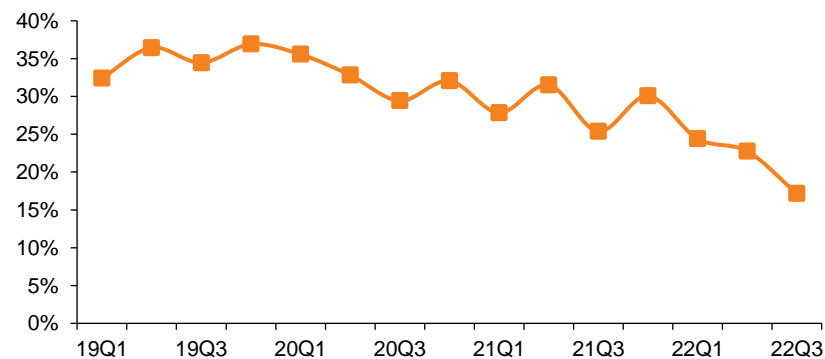
图：20Q1-22Q3单季度水泥企业营业收入及同比增速



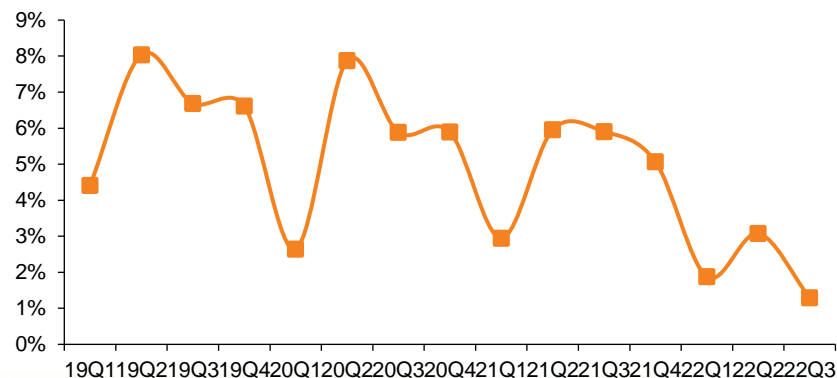
图：22Q1-22Q3单季度水泥企业归母净利润及同比增速



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5%-10%，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。
- 1-10月水泥产量17.59亿吨，同比下滑11.3%，10月单月水泥产量2.04亿吨，同比增长0.4%。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5-10%。

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1-10月	8.7%	-38%	-11.3%

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

➤ 全国北方省区大部分已经进入冬季错峰。

- 辽宁、山东、河南和华北省市从11月15日开始冬季错峰。新疆从11月1日开始冬季错峰，甘肃12月1日开始。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	150	采暖季 120天。夏季 30天，全年不少于 150 天。
2022.6-2022.8				
甘肃	2022.12.1-2023.3.31	120	采暖季120天。	
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。
2022.11.15-2023.3.15		150	采暖季错峰	
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

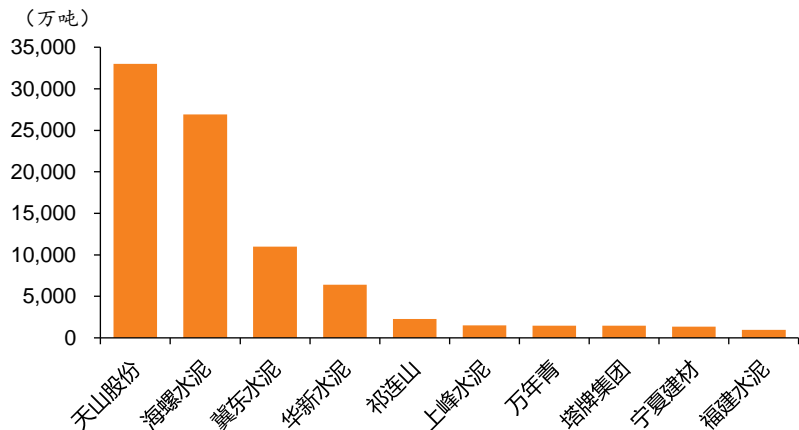
图：当前华东、中南、西南地区错峰限产情况

区域	地区	停窑时间	停窑天数	备注
华东	山东	2022.11.15-2023.10.23	120	秋冬季错峰
	山东		120	
	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	2022.10.5-10.25	20	错峰停窑20天。
		2022.11.15-2023.3.15	120	采暖季错峰。
	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

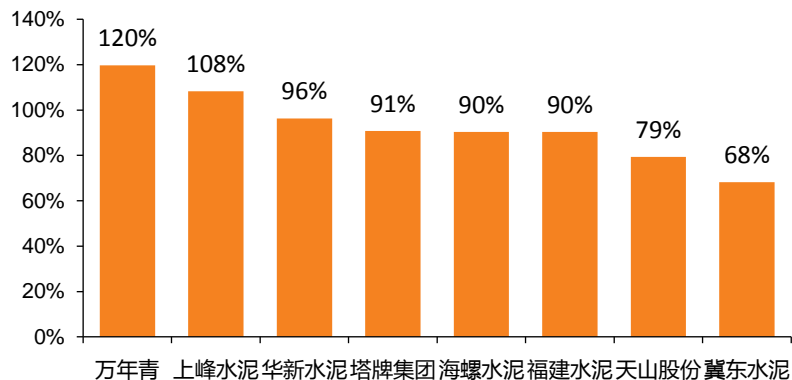
供给：未来水泥将纳入全国碳交易，小企业或面临生存危机

- 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。

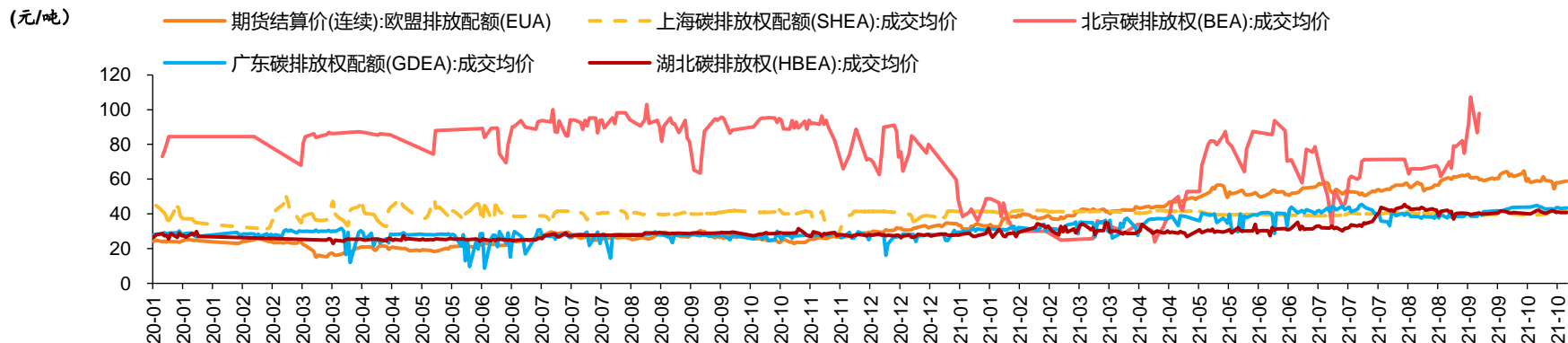
图：各主要水泥企业熟料产能



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

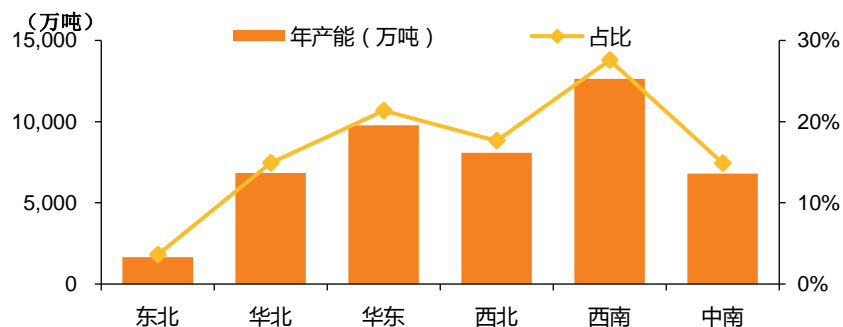
供给：政策要求25年水泥标杆产能占比超过30%，小产线加快退出

- 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%。

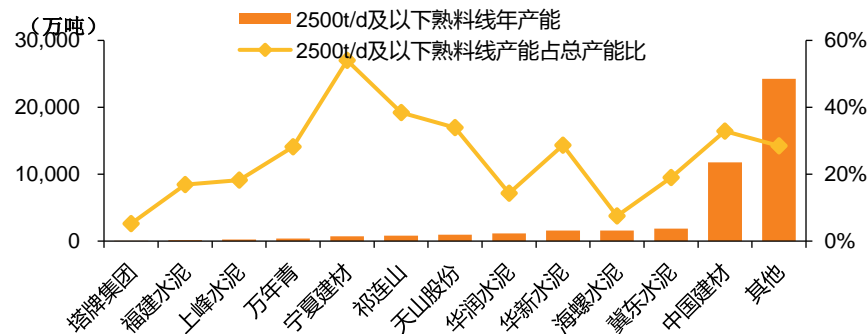
图：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况

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

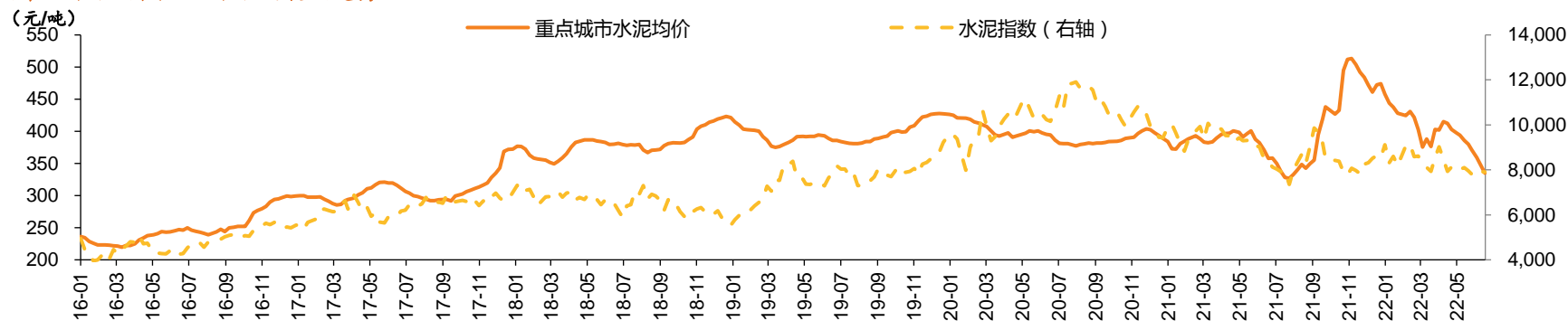
	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2017）	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2021.7）
产能置换办法适用范围	适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目和已经由工业和信息化部、发展改革委联合明确出地方视情处理、但尚未公告产能置换方案的在建水泥熟料、平板玻璃项目。	本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目，以及明确由地方视情处理、但尚未开展产能置换的在建项目。 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须制定产能置换方案，实施产能置换。
置换产能的要求	<p>(1) 应当为2018年1月1日以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。</p> <p>(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。</p>	<p>(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J1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。</p> <p>(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。</p> <p>(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。</p> <p>(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。</p> <p>(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。</p> <p>(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。</p>
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。	<p>(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。</p> <p>(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。</p>

资料来源：工信部、天风证券研究所

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（1126）

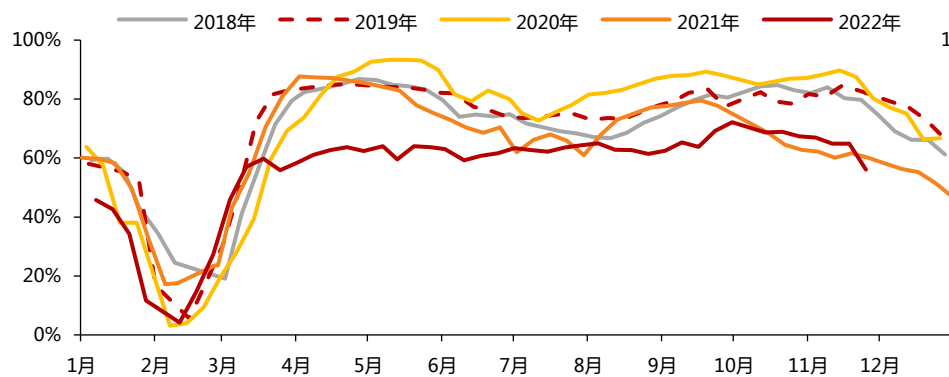
- 水泥出货率：周环比下降9pct，东北、中南、华北地区跌幅明显
- 磨机开工率：周环比保持不变，华北、中南地区略有跌幅
- 库存：周环比上升1.4pct，华北地区涨幅较大
- 价格：周环比降低1.3元/吨，中南地区跌幅明显，西南、西北地区略有涨幅
- 水煤价差：周环比上涨12元/吨，煤炭市场延续下行

水泥出货率：周环比下降9pct，东北、中南、华北地区跌幅明显

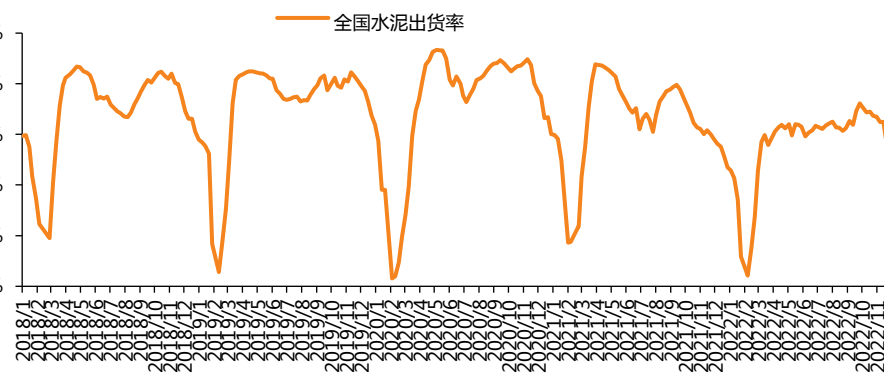
上周全国水泥出货率56%，周环比下降9pct，年同比低4pct。11月下旬，受下游资金短缺、外部因素，以及降雨降温等多重不利因素影响，国内水泥市场需求量环比继续减弱，企业库存不断攀升，导致水泥价格出现震荡调整行情。

华北地区水泥出货率35%，周环比下降6pct，年同比低16pct，北京、天津、山西地区水泥出货率分别环比下降20pct、5pct、5pct，河北、内蒙古地区分别保持在4成、2成；东北地区水泥出货率为20%，周环比下降7pct，年同比高13pct，辽宁地区水泥出货率保持在3成，吉林、黑龙江地区水泥出货率分别环比下降15pct、5pct。

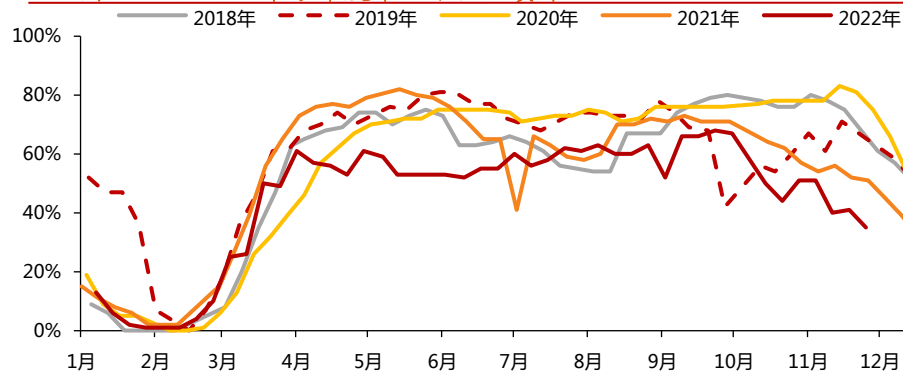
图：2018-2022年分年度全国水泥出货率



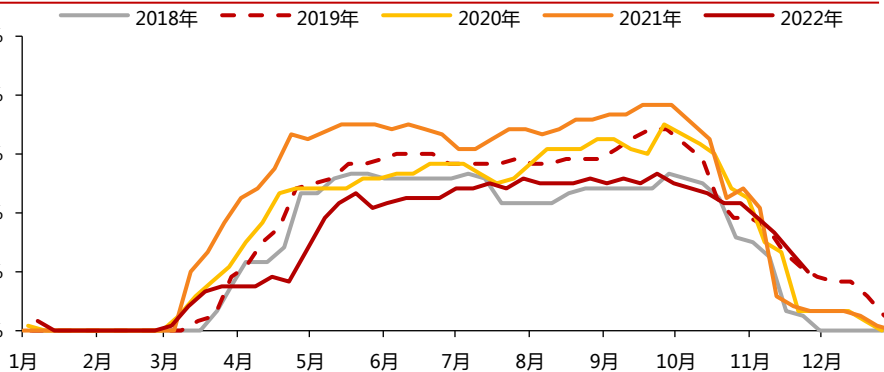
图：2018-2022年全国水泥出货率走势图



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

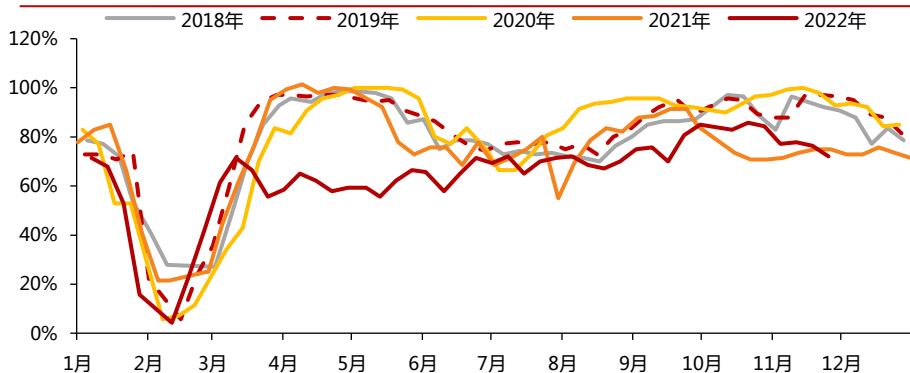


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

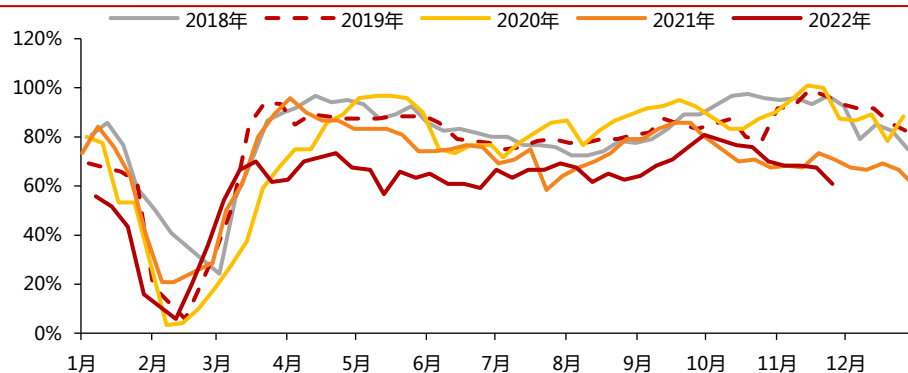
水泥出货率：周环比下降9pct，东北、中南、华北地区跌幅明显

➤ **华东地区水泥出货率72%，周环比下降4pct，年同比低3pct**，上海、江苏、浙江、山东地区水泥出货率分别环比下降10pct、10pct、5pct、10pct，福建地区出货率环比上升5pct，安徽地区水泥出货率保持在7成半；**中南地区出货率61%，周环比下降7pct，年同比下降10pct**，河南地区水泥出货率环比下降30pct，湖北、湖南、广东地区水泥出货率分别保持在7成、6成半、5成，广西、海南地区出货率均环比下降5pct；**西南地区出货率56%，周环比下降4pct，年同比低4pc**，重庆、云南地区水泥出货率分别保持在3成、5成半，四川、贵州地区分别环比下降5pct、10pct；**西北地区出货率34%，周环比下降2pct，年同比低1pct**，陕西、甘肃、青海、宁夏水泥出货率分别保持在6成、4成、2成、3成，新疆地区出货率环比下降10pct。

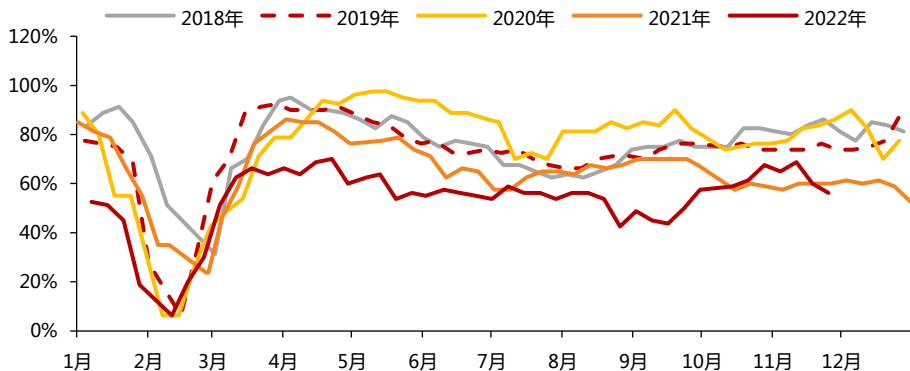
图：2018-2022年分年度华东水泥出货率



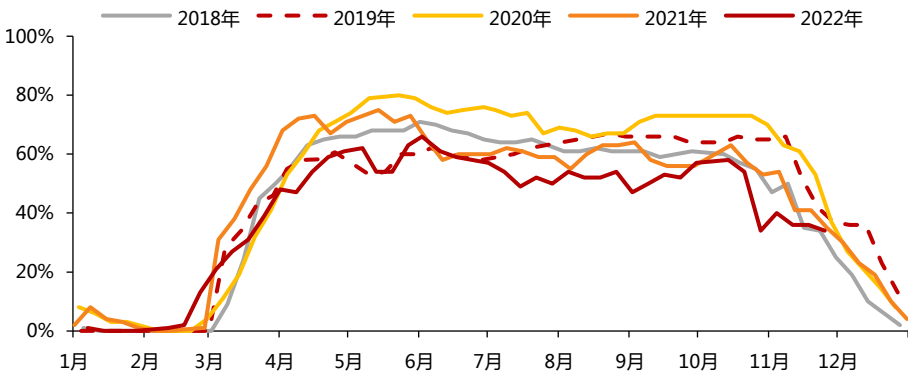
图：2018-2022年分年度中南水泥出货率



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

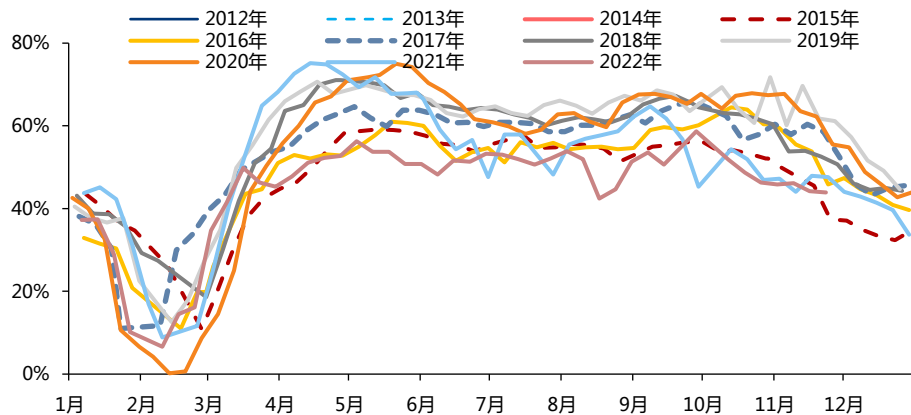


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

磨机开工率：周环比保持不变，华北、中南地区略有跌幅

上周全国水泥磨机开工率44%，周环比保持不变，年同比低4pct。华北地区水泥磨机开工24%，周环比下降2pct，年同比低9pct，北京地区磨机开工率环比下降10pct，天津、河北、山西、内蒙古地区磨机开工率分别保持在2成半、3成半、3成、1成；东北地区水泥磨机开工率为10%，周环比保持不变，年同比高5pct，辽宁、吉林、黑龙江地区磨机开工率均保持在1成。

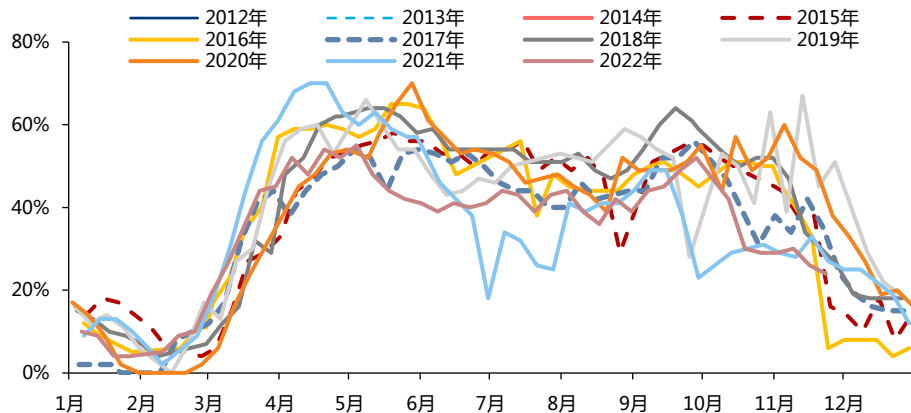
图：分年度全国水泥磨机开工率



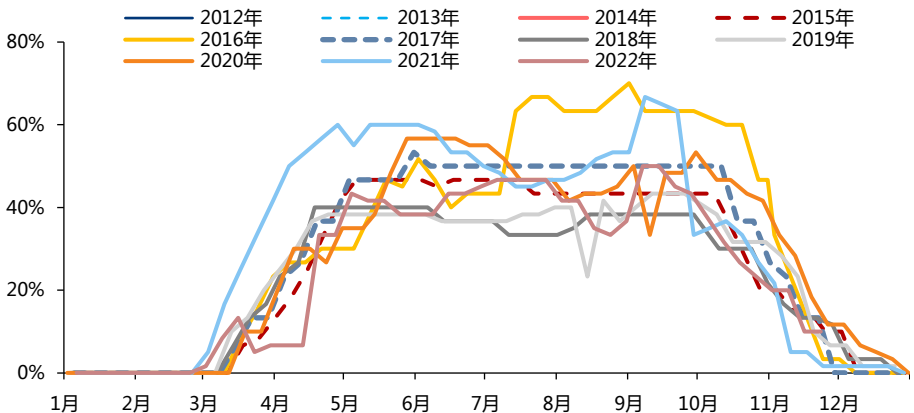
图：全国磨机开工率走势图



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



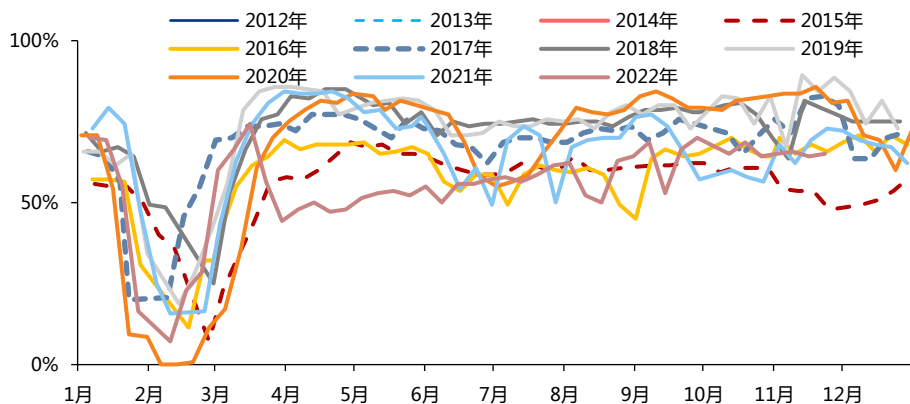
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

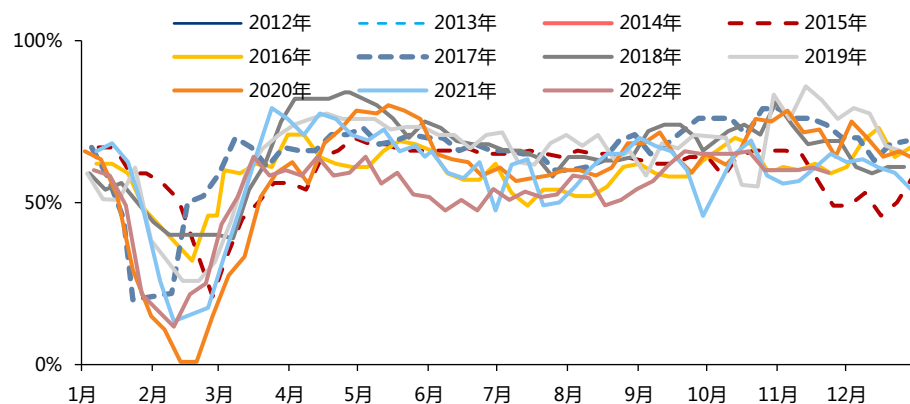
磨机开工率：周环比保持不变，华北、中南地区略有跌幅

➤ **华东地区水泥磨机开工率65%，周环比上升1pct，年同比低4pct**，江苏、浙江、安徽、江西地区磨机开工率分别保持在7成、6成半、6成半、6成半，上海、福建地区开工率均环比上升5pct，山东地区开工率均环比下降5pct；**中南地区水泥磨机开工59%，周环比下降2pct，年同比低2pct**，湖北地区磨机开工率环比下降10pct，河南、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、7成；**西南地区开工率52%，周环比上升1pct，年同比低1pct**，重庆、贵州、西藏地区磨机开工率分别保持在7成、6成、2成，四川地区开工率环比下降10pct，云南地区开工率环比提高15pct；**西北地区开工率28%，周环比保持不变，年同比低10pct**，西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆地区磨机开工率分别保持在2成、3成半、3成、3成、3成半、1成。

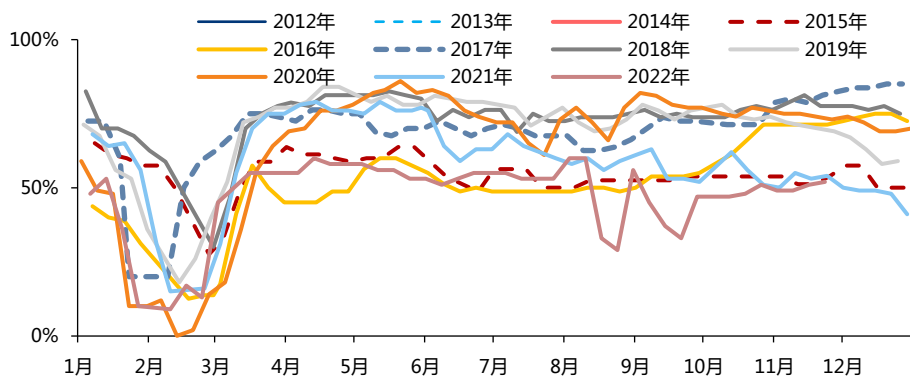
图：分年度华东水泥磨机开工率



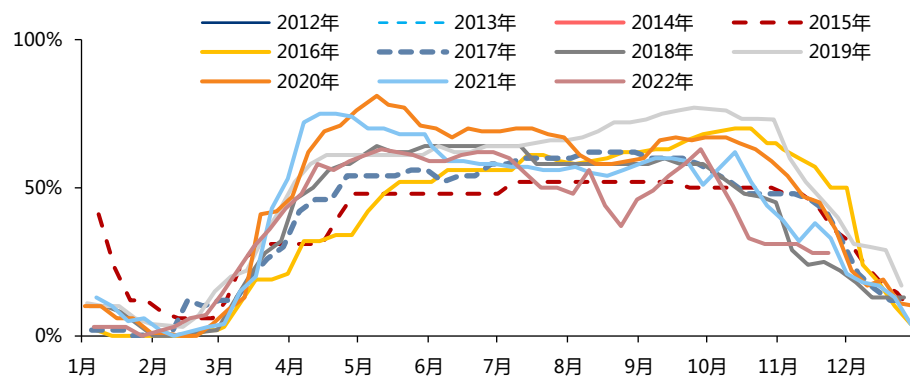
图：分年度中南水泥磨机开工率



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

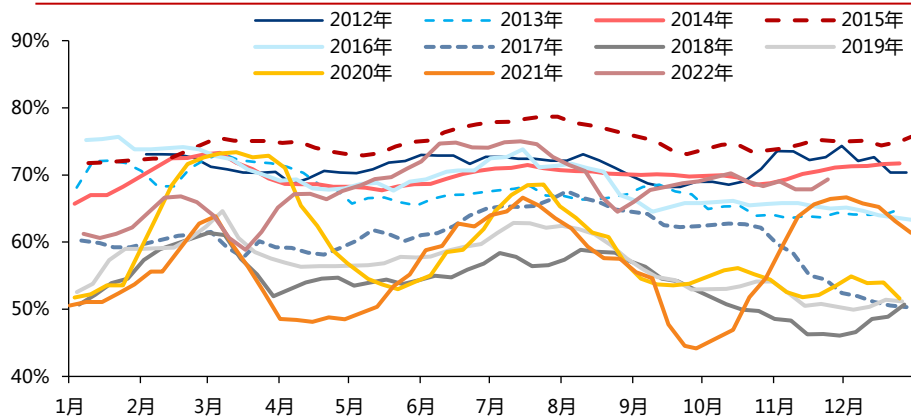
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

库存：周环比上升1.4pct，华北地区涨幅较大

上周全国水泥库存69%，周环比上升1.4pct，年同比高3pct，华北地区升幅较大，西北地区有所下降。

华北地区水泥库存70%，周环比提高4pct，年同比高18pct，北京、山西、内蒙古地区水泥库存分别保持在5成、6成、8成，天津、河北地区水泥库存均环比上升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。

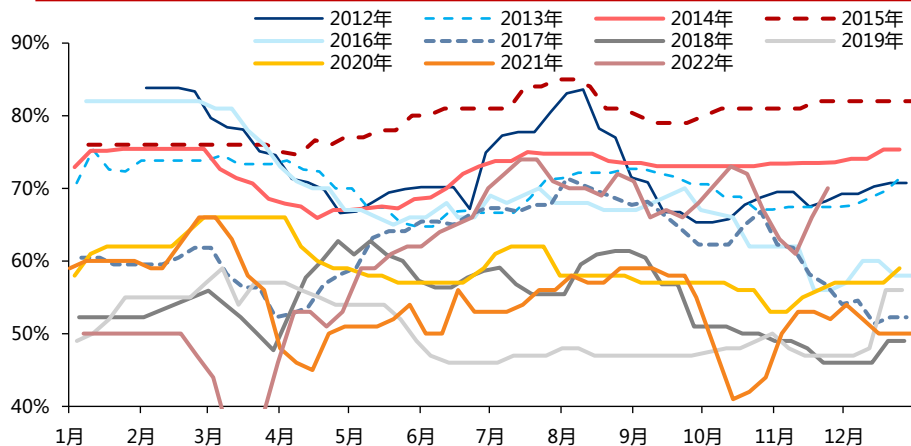
图：分年度全国水泥库存



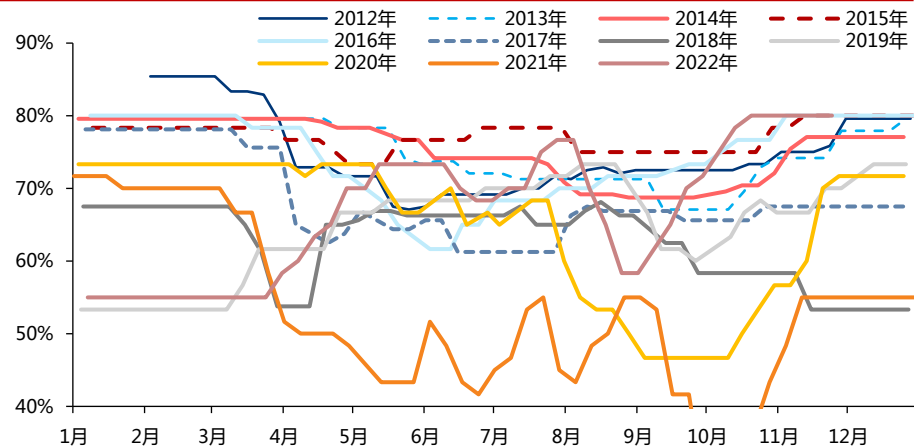
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存



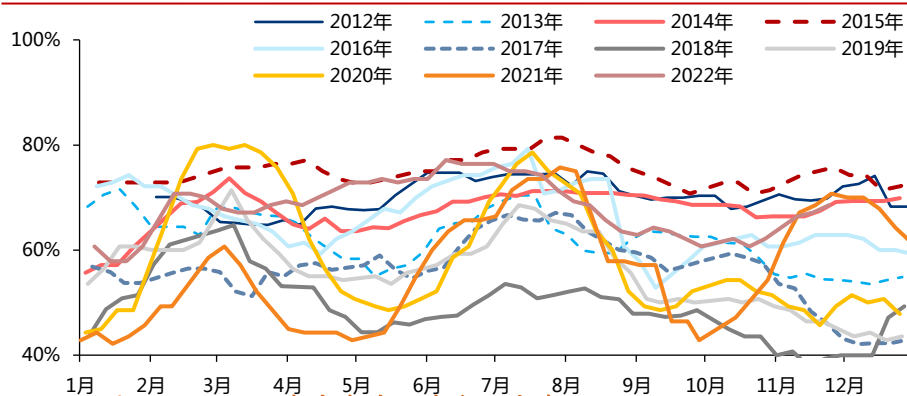
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

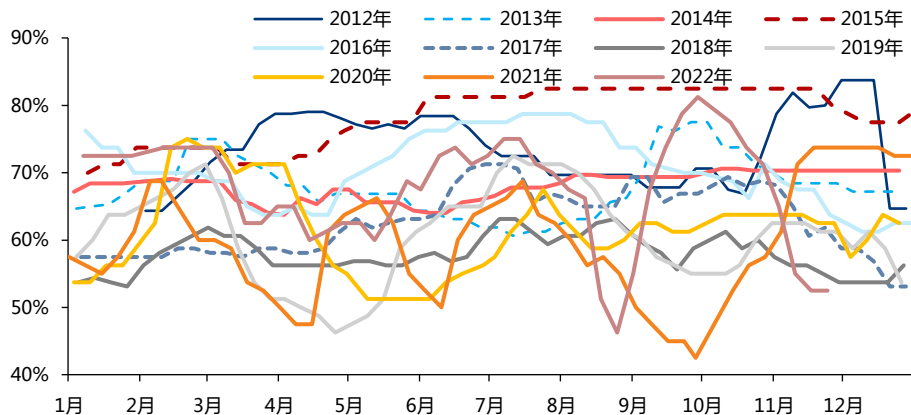
库存：周环比上升1.4pct，华北地区涨幅较大

华东地区水泥库存69%，周环比提高1.4pct，年同比低2pct，上海、江西、山东地区水泥库存分别保持在5成半、7成半、7成，江苏地区库存环比下降5pct，浙江、安徽、福建地区库存环比提高5pct；中南地区水泥库存70%，周环比保持不变，年同比高2pct，河南地区水泥库存环比下降5pct，广东地区水泥库存环比提高5pct，湖北、湖南、广西、海南地区水泥库存分别保持在8成、7成半、5成半、7成；西南地区水泥库存53%，周环比保持不变，年同比低21pct，重庆、四川、贵州、云南地区库存分别保持在8成、4成、4成半、4成半；西北地区水泥库存80%，周环比下降1pct，年同比高12pct，甘肃地区水泥库存环比下降5pct，陕西、青海、宁夏、新疆地区库存均保持在8成。

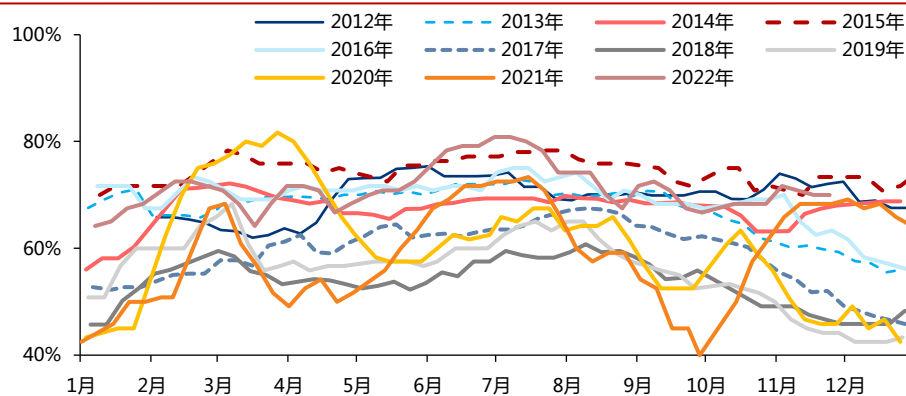
图：2012-2022年分年度华东水泥库存



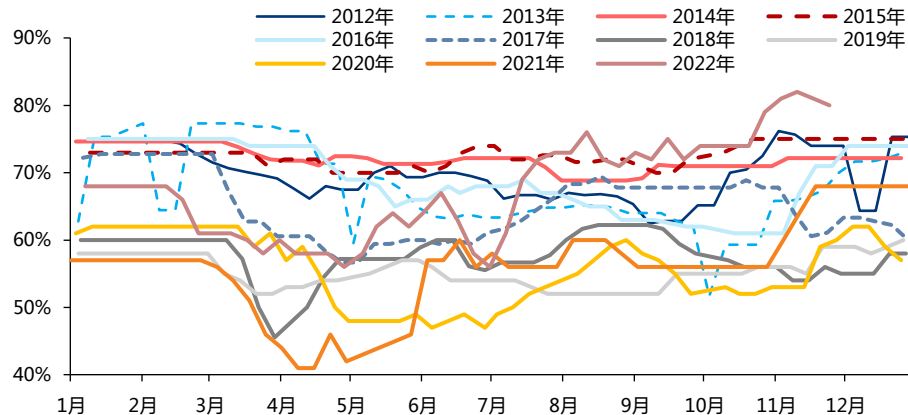
图：2012-2022年分年度西南水泥库存



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

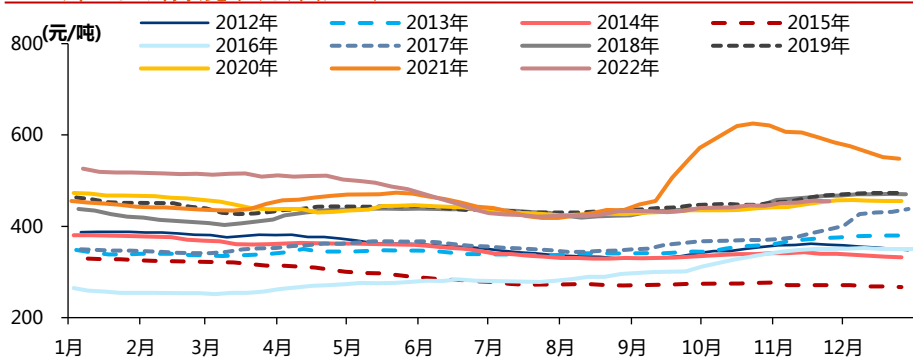
价格：周环比降低1.3元/吨，中南地区跌幅明显，西南、西北地区略有涨幅

上周全国水泥价格455元/吨，周环比低1.3元/吨，年同比低120.5元/吨。整体来看，下游水泥需求提前减弱趋势明朗，水泥需求再恢复的可能性不大，维持前期判断，后期水泥价格多将保持震荡调整走势为主。

华北地区水泥均价472元/吨，周环比保持不变，年同比低79.0元/吨，华北地区水泥价格保持平稳。北京市场价格稳定，因外部因素，下游需求继续萎缩，企业出货仅剩4成左右。天津地区水泥需求环比变化不大，企业出货维持在4-5成，预计后期价格将平稳进入淡季。河北地区水泥价格平稳，受外部因素影响，水泥需求进一步下降，企业出货3-4成，库存高位运行，企业多在执行冬季错峰生产。

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。东北地区水泥价格稳定。辽宁地区水泥价格平稳，受疫情以及降温影响，下游搅拌站陆续停工，水泥需求继续下滑，日出货在3成左右，部分企业已库满停窑。吉林长春地区水泥价格稳定，阴雨天气增多，市场需求持续减少，企业发货降至3成左右，库存高位运行，随着温度不断降低，预计市场进入休市期。

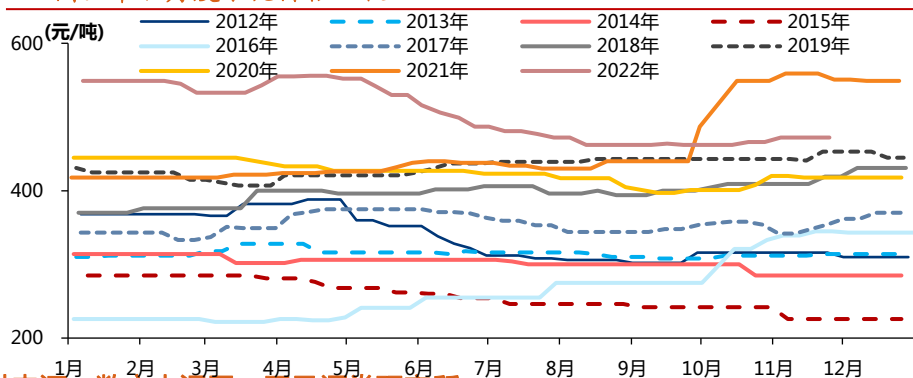
图：全国月度水泥价格比较



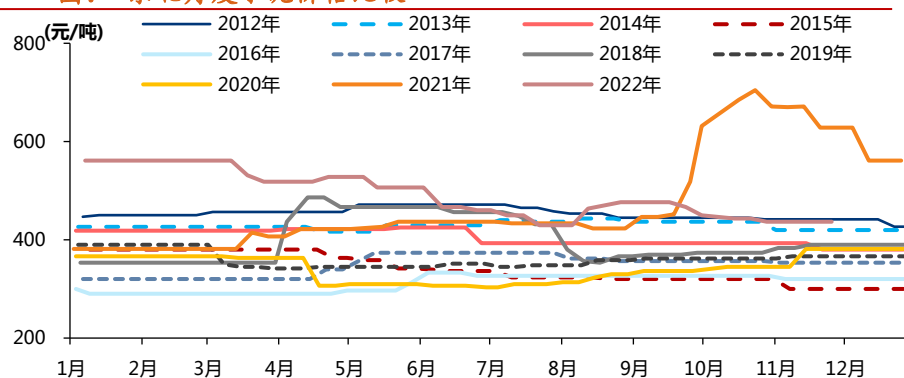
图：全国水泥价格走势



图：华北月度水泥价格比较



图：东北月度水泥价格比较



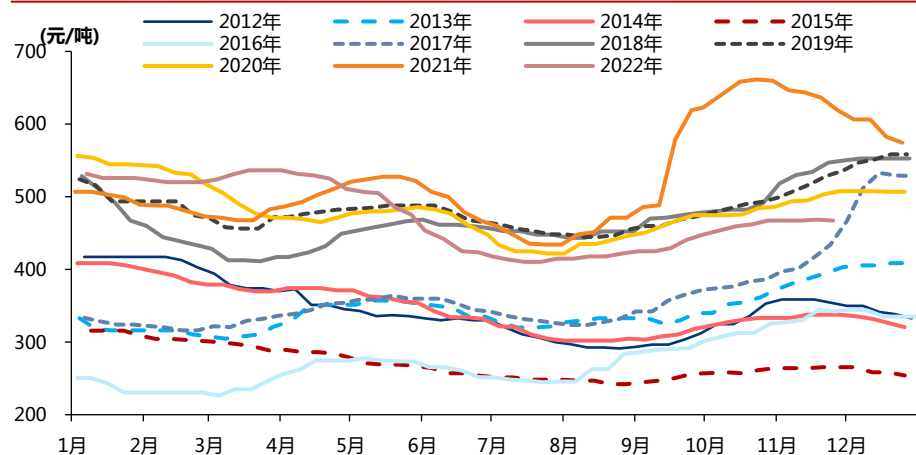
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

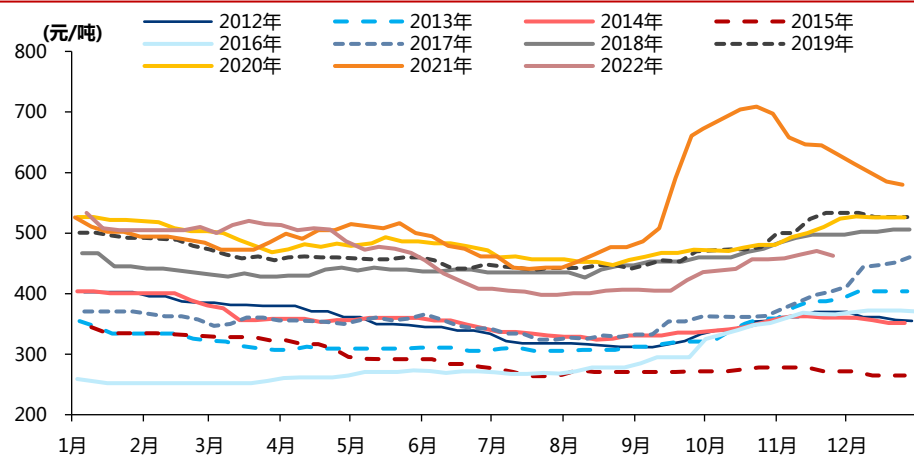
价格：周环比降低1.3元/吨，中南地区跌幅明显，西南、西北地区略有涨幅

- **华东地区水泥均价467元/吨，周环比下降1.4元/吨，年同比低139.3元/吨。**华东地区水泥价格小幅回落。江苏南京地区水泥价格稳定，由于疫情反复，车辆运输不畅，下游工程项目施工进度放缓，水泥需求有所下滑，企业日出货降至6-7成。浙江杭嘉湖地区水泥价格暂稳，雨水天气影响，市场需求不温不火，且随着外围地区价格回落，下游拿货积极性降低，企业日出货环比减少10%，价格有下行趋势，主导企业正在通过行业自律稳价。上海地区水泥价格小幅下调10元/吨，价格下调：一是阴雨天气影响，水泥需求减少；二是临近年底，下游拿货积极性不高，多是随用随采；三是长江中上游低价水泥冲击，企业日出货降至7-8成，为提振销量，部分企业价格小幅优惠下调。安徽合肥地区水泥价格趋弱运行，水泥需求表现一般，企业日出货在7成左右。江西九江地区水泥企业公布价格上调30元/吨，水泥生产成本居高不下。福建福州地区水泥价格下调10-30元/吨，前期疫情持续时间较长，市场需求大幅下滑。山东济南地区水泥价格小幅上调10元/吨，区域内疫情趋严，部分工程项目开工受限，企业发货仅在5-6成。
- **中南地区水泥均价463元/吨，周环比下降8.3元/吨，年同比低152.5元/吨。**中南地区水泥价格出现回落。广东珠三角地区水泥价格弱稳运行，受雨水天气和外部因素影响，下游需求表现一般，企业日出货在8成左右，防控严格的区域需求仅剩5-6成，企业库存升至中高位。广西南宁和崇左地区水泥价格稳定，临近年底，下游备货积极性不高，且伴随雨水天气影响，水泥需求仅在6-7成，因部分企业仍在执行错峰生产，短期价格暂稳。湖南长株潭地区水泥价格回落30元/吨，受阴雨天气以及疫情干扰，下游需求表现清淡，企业日出货仅在6成左右，且库存一直高位运行，前期价格上调有部分企业未执行到位，导致其他企业价格陆续回落。湖北武汉地区水泥价格上调后平稳，疫情形势仍然严峻，市场需求表现清淡，企业出货维持在7成左右，库存高位运行。河南地区水泥价格经过多次涨跌后，基本又跌回到原点。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较

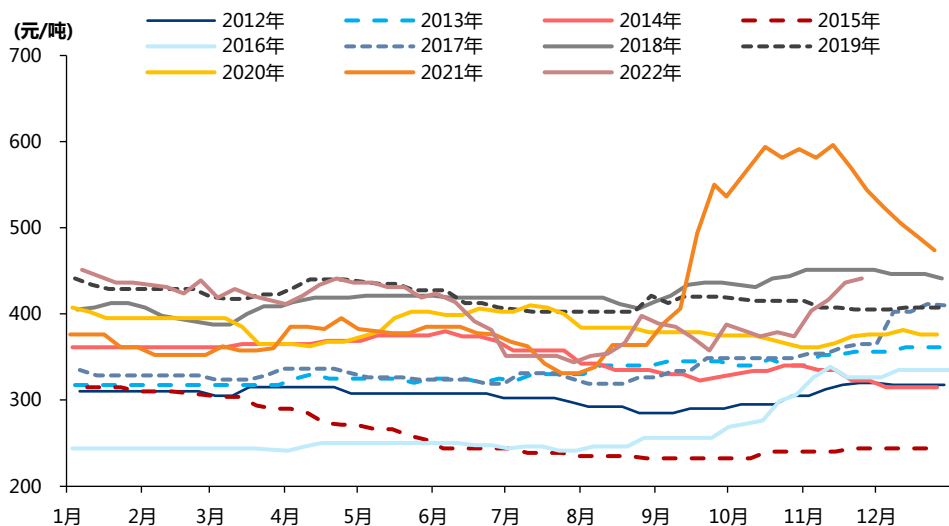


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

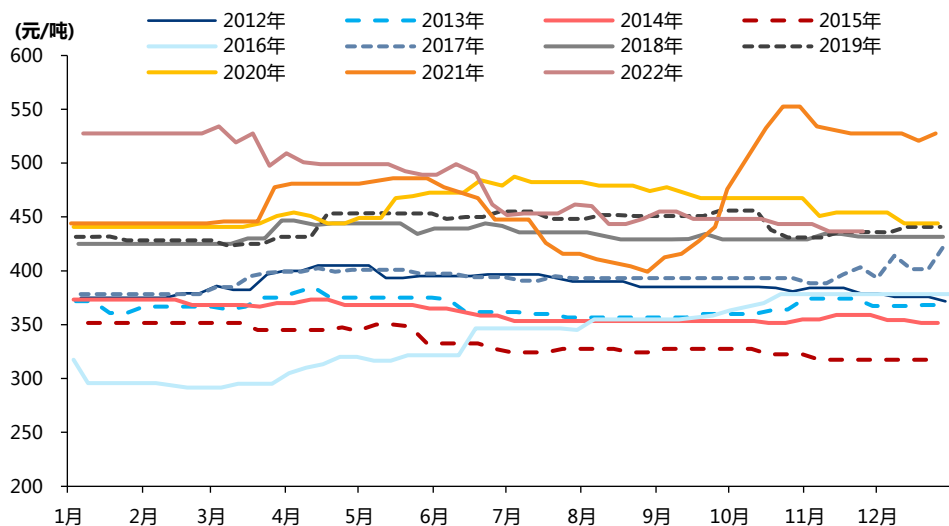
价格：周环比降低1.3元/吨，中南地区跌幅明显，西南、西北地区略有涨幅

- **西南地区水泥均价441元/吨，周环比提高5.0元/吨，年同比低82.5元/吨**，西南地区水泥价格维持平稳。四川成都地区水泥价格稳定，下游工程项目保持正常施工，外加重庆水泥进入困难，本地企业发货维持在7成左右，加之企业执行错峰生产，库存暂无压力，支撑价格平稳。重庆主城区水泥价格平稳，受外因影响，工程项目以及搅拌站停工，依靠少部分重点工程，企业出货有2-3成水平。云南昆明、玉溪地区下游工程项目和搅拌站需求量仍在5-6成，但由于区域持续限电，水泥企业无法正常生产，库存不断下降，目前已降至中等或偏低水平，为提升运营质量，企业计划继续推涨价格。贵州贵阳、安顺地区水泥价格上调后平稳，雨水天气增多，下游需求稍有回落，企业出货6-7成，受益于企业执行错峰生产，库存保持在中等水平。
- **西北地区水泥均价437元/吨，周环比持平，年同比低90.8元/吨**，西北地区水泥价格保持稳定。甘肃兰州地区水泥价格平稳，在建重点工程项目继续施工，其他民用需求基本停止，企业出货在4成左右，库满后企业提前执行冬季错峰生产。陕西关中地区水泥价格平稳，受外因以及气温下降影响，农村需求基本停滞，仅重点工程项目仍在施工，企业出货维持在5-6成水平，库满后开启冬季错峰生产。汉中、安康地区部分工程提前结束施工，需求萎缩明显；榆林地区目前仅个别重点工程处于收尾阶段，其他工程项目全部停工，价格平稳进入淡季。

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较

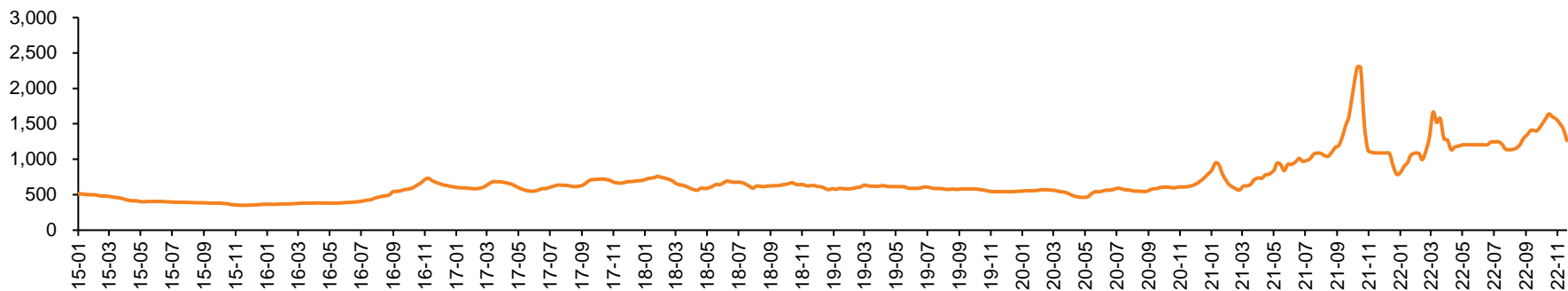


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

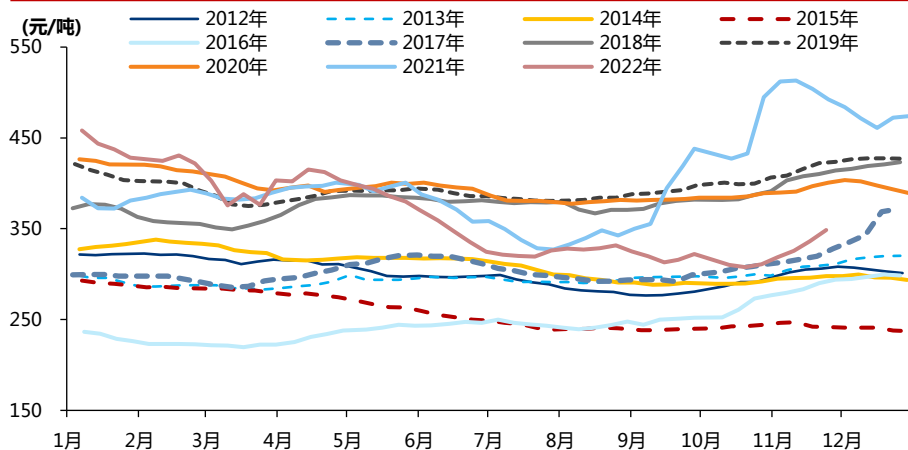
水煤价差：周环比上涨12元/吨，煤炭市场延续下行

本周全国水煤价差元349元/吨，周环比提高元12元/吨，年同比低144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。市场煤价格则延续下行态势，目前国内主流煤矿维持正常生产；但汽运周转效率偏低，且非电行业采购积极性不高，到矿拉运车辆不多，需求疲软，煤矿出货普遍有压力，同时大型煤企市场煤外采价格大幅下调，进一步加重市场悲观观望情绪。港口方面，本周北方港口动力煤市场继续下行，且降幅有所扩大。一方面，近期港口煤炭库存回升速度加快，截至11月24日秦皇岛港、曹妃甸四港以及京唐港，合计煤炭库存1914.4万吨，较上周同期增加215.9万吨。另一方面，产地价格下行，到港发运成本下降。第三，需求端仍较低迷，电厂在长协及进口煤补充下，多无采购市场煤计划；非电用户则观望情绪浓厚，拉运积极不高。第四，大型煤企产地外购价格大幅下调，也加重市场下行压力。

图：平仓价：动力末煤(Q5500)：秦皇岛(元/吨)



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、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

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