证券研究报告

行业报告 | 行业研究周报

2022年12月25日

水泥

水泥需求继续下滑，价格仍在探底

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

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

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

近期行业动态及核心观点：

- **近期水泥行业动态：**上周（12.19-12.23）水泥指数下跌5.0%，跑输建材指数。1-11月水泥产量19.5亿吨，同比下滑10.8%，11月单月水泥产量1.92亿吨，同比下滑4.7%。上周全国水泥市场价格442.9元/吨，环比下滑2.9元/吨。价格下调区域主要是上海、安徽、重庆、云南和江苏局部地区，幅度15-30元/吨。12月中下旬，因各地病例不断增加，车辆运输，以及下游施工人员均有减少，水泥需求量继续下滑，加之部分企业急于春节前清库，致使水泥价格继续走低。

- **核心观点：**22年初受益于行业错峰生产执行良好，水泥价格延续了21年底的高位，但Q2由于外部因素导致需求下滑超预期，叠加局部区域供给端竞争加剧等因素，水泥价格快速回落，7月份水泥价格逐步筑底，水泥企业Q2、Q3毛利率均创下近十年新低，但9月份进入旺季之后，在供给端错峰+成本上涨支撑下，水泥价格震荡上行，我们判断水泥企业盈利已基本筑底。23年需求仍存下滑压力，供给端来看，一方面行业总产能已经基本见顶，按照23年拟投建产能及对应置换产能计算，行业产能将净减少1350万吨；另一方面错峰生产力度有望继续加大：根据卓创资讯，22年水泥企业整体错峰生产力度相比2021年有所增加，而从近期部分省份公布的冬季错峰限产方案来看，大部分停产天数同比去年也有增长的趋势。我们认为虽然水泥已进入需求中枢下移时代，但经过2022年的调整，新的竞合关系或已形成，行业生态仍然保持良性发展，2023年行业供需或维持弱平衡，水泥企业盈利仍存阶段性修复契机。

- 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	1,500	28.30	351.3	332.7	165.6	199.8	6.63	6.28	3.12	3.77	4.27	4.51	9.06	7.51	0.89	0.78	0.78	0.72	7.1%	7.5%	8.4%
000672.SZ	上峰水泥	109	11.18	20.3	21.8	19.9	23.2	2.08	2.23	2.04	2.38	5.38	5.01	5.48	4.69	1.52	1.21	1.17	1.00	8.1%	7.6%	7.2%
000877.SZ	天山股份	752	8.68	15.2	125.3	84.9	110.4	0.18	1.45	0.98	1.27	49.59	6.00	8.86	6.81	6.64	0.82	0.85	0.80	5.9%	5.5%	3.8%
002233.SZ	塔牌集团	86	7.23	17.8	18.4	3.0	4.0	1.49	1.54	0.25	0.34	4.84	4.69	28.46	21.31	0.82	0.73	0.72	0.68	11.8%	10.4%	8.6%
600801.SH	华新水泥	317	15.10	56.3	53.6	35.5	45.9	2.69	2.56	1.69	2.19	5.62	5.90	8.92	6.90	1.23	1.08	1.10	1.00	8.0%	7.2%	6.6%
603916.SH	苏博特	72	17.10	4.4	5.3	4.1	5.4	1.05	1.27	0.97	1.28	16.31	13.49	17.59	13.32	1.91	1.68	1.68	1.52	1.8%	2.1%	2.1%
002398.SZ	垒知集团	43	5.94	3.7	2.7	3.0	3.8	0.52	0.38	0.42	0.53	11.43	15.65	14.02	11.15	1.30	1.22	1.16	1.06	1.3%	1.3%	1.3%

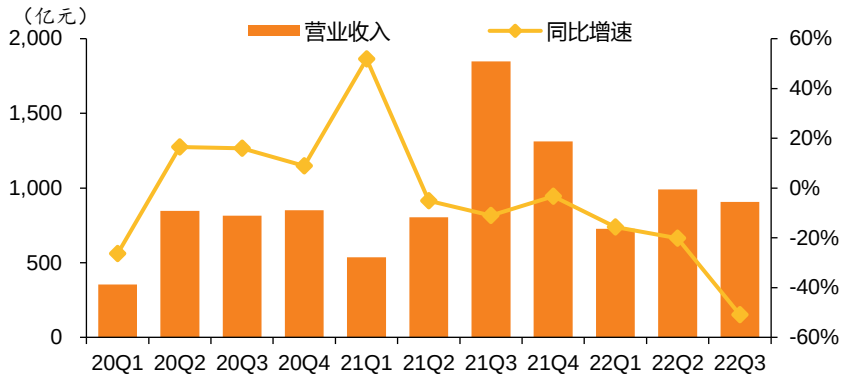
注：表中市值数据截至2022年12月23日收盘。 归母净利润预测来自天风建材团队。资料来源：Wind、天风证券研究所

风险提示：水泥需求大幅下滑、行业竞争加剧、煤炭价格上涨

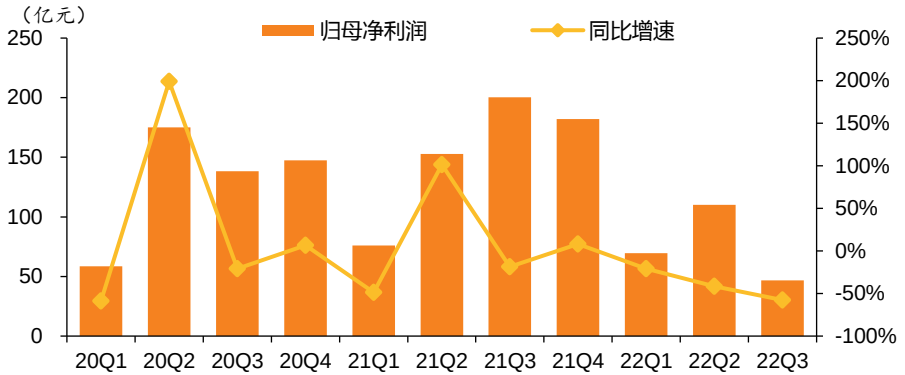
水泥Q3综述：量价齐跌，毛利率承压，Q4环比或有好转

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。

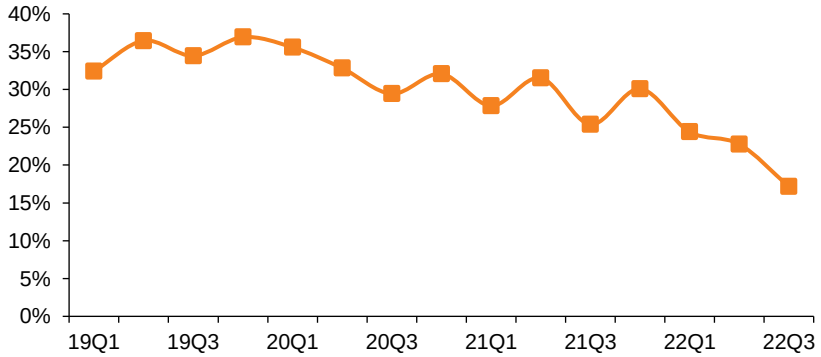
图：20Q1-22Q3单季度水泥企业营业收入及同比增速



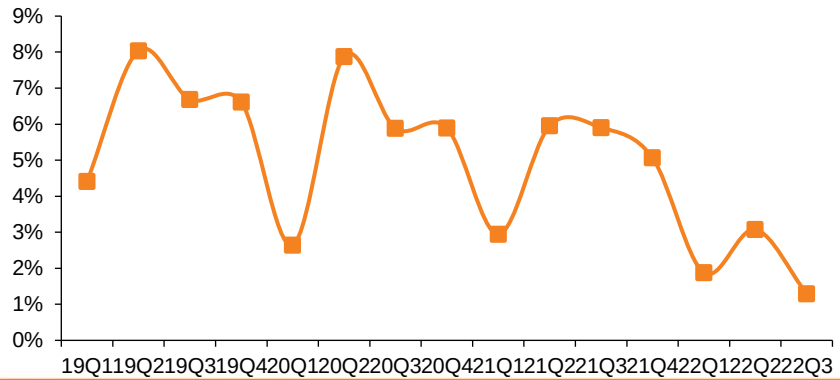
图：20Q1-22Q3单季度水泥企业归母净利润及同比增速



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



资料来源：Wind、天风证券研究所

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。**
- 1-11月水泥产量19.5亿吨，同比下滑10.8%，11月单月水泥产量1.92亿吨，同比下滑4.7%。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1-11月	10.6%	-38.9%	-10.8%

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、河南和华北部分省市从11月15日开始冬季错峰，山东补开窑基本结束，目前还有约30条线在产。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。云南水泥企业停窑15-20天。

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 2022.7-2022.9	130	采暖季 100 天，夏季 30 天，其中 8 月 1 日至 20 日停窑 20天。
	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 2023.6.1-2023.6.30	180 30（夏季）	采暖季 165 天（9 月补 15 天）--180 天，夏季 30 天。
	青海	2021.11.1-2022.4.10 2022.6-2022.8	150	采暖季 120天。夏季 30天，全年不少于 150 天。
	甘肃	2022.12.1-2023.3.31	120	采暖季120天。
华北	河北	2022.11.15-2023.3.15	120	常态化错峰，实质在12月初库满停窑。
	山西	2022.10.15-12.31 2022.11.15-2023.3.15	77-120	太原大气污染防治停窑以及常态化错峰。
	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，实质在12月初库满停窑。

资料来源：卓创资讯、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

图：当前华东、中南、西南地区错峰限产情况

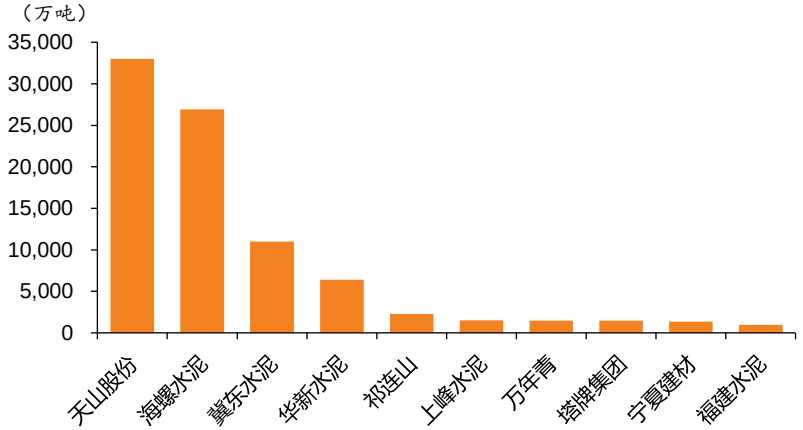
区域	地区	停窑时间	停窑天数	备注
华东	山东	2022.11.15-2023.10.23	120	秋冬季错峰
	江西	2022年	80	错峰停窑，一季度 40 天，梅雨（6 月份）、酷暑（7-8 月份）、环境敏感期或根据实际需要，错峰不少于 30 天。实际执行中，一季度 40 天，5 月 10-15 天，6-7 月 15 天。8月继续停窑 10 天。9 月停窑 5-7 天。环鄱阳湖 12 月停窑7 天。
	江苏	2022年	70	1.1-3.31 停 35 天，6.1-9.30 停 20 天，其余时段 15 天。
	浙江	2022年	67	春节停窑 40 天，5-6 月 10 天，7-8 月 10 天。9-10 月 7 天。环太湖 12 月停窑 9 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。环巢湖 12 月停窑 7 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	2023 年	80	全年计划错峰生产停窑暂定 60+20 天/窑，第一阶段：2023年 1 月 1 日至 4 月 30 日，错峰停窑天数为 40+10 天。第二阶段：2023 年 7 月 1 日至 9 月 30 日，酷暑伏天和台风雨季季节，错峰停窑天数为 20+10 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。（目前因能源紧张多数厂家停窑）
	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。

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

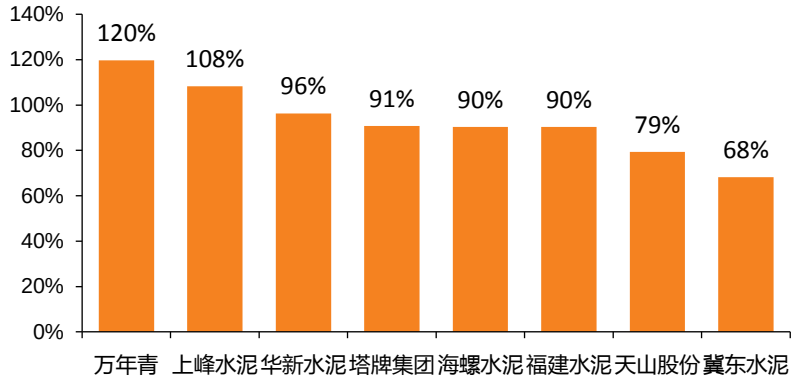
供给：未来水泥将纳入全国碳交易，小企业或面临生存危机

- 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。

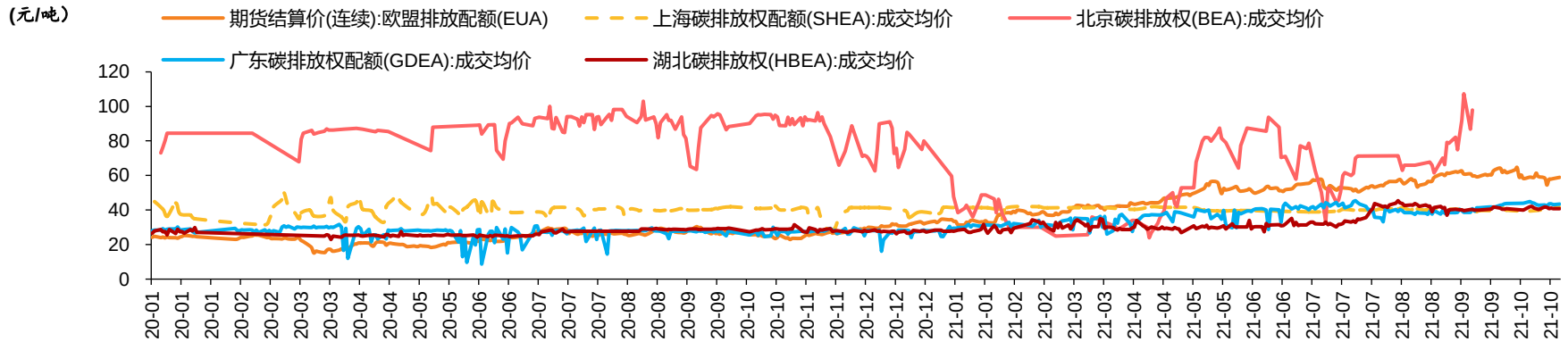
图：各主要水泥企业熟料产能



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

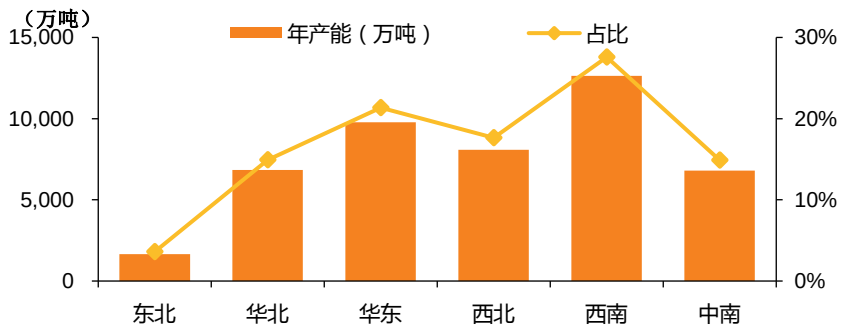
供给：政策要求25年水泥标杆产能占比超过30%，小产线加快退出

- **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%。

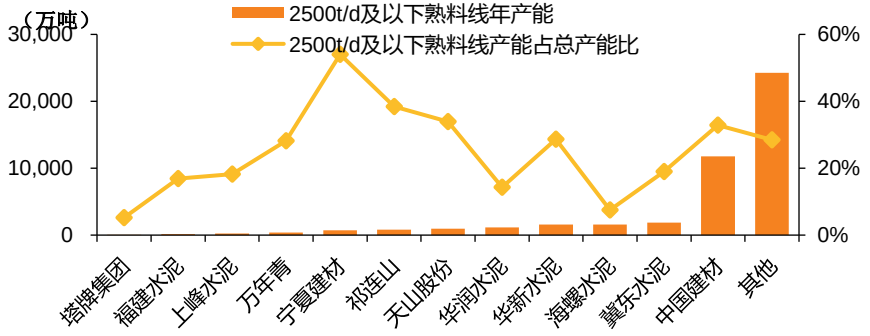
图：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况

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



资料来源：水泥网、卓创资讯、Wind、天风证券研究所

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

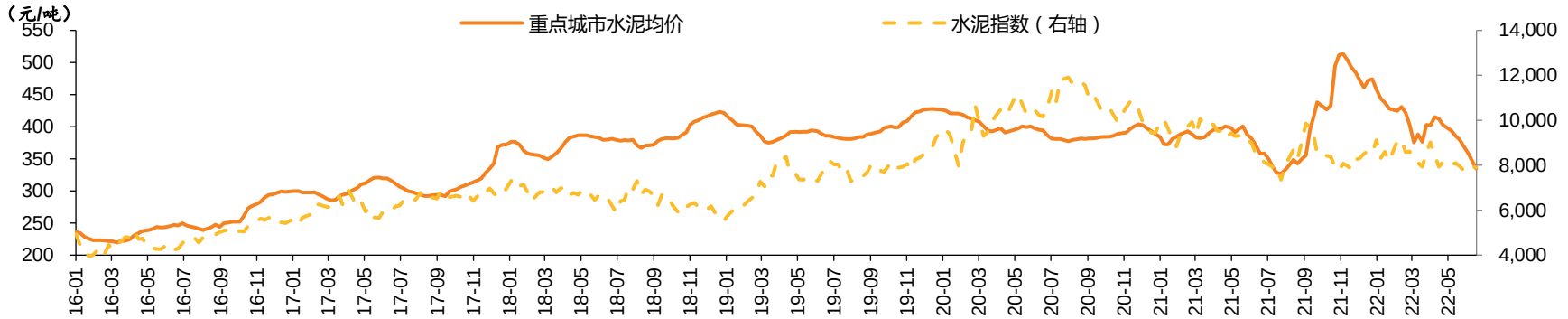
	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2017）	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2021.7）
产能置换办法适用范围	适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目和已经由工业和信息化部、发展改革委联合明确出地方视情处理、但尚未公告产能置换方案的在建水泥熟料、平板玻璃项目。	本办法适用于中华人民共和国境内各类所有制水泥、玻璃企业新建水泥熟料、平板玻璃项目，以及明确由地方视情处理、但尚未开展产能置换的在建项目。 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须制定产能置换方案，实施产能置换。
置换产能的要求	（1）应当为2018年1月1日以后在省级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

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。Q2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		

资料来源：数字水泥网、Wind、天风证券研究所

- 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（1225）

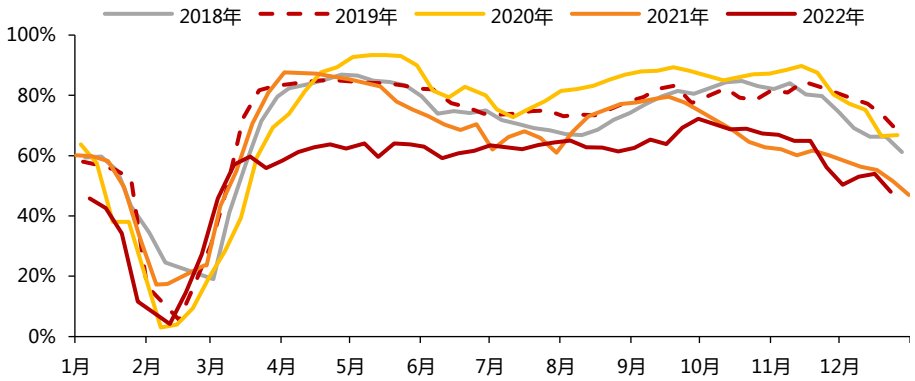
- 水泥出货率：周环比下降6pct，中南、西北地区降幅显著
- 磨机开工率：周环比下降2pct，中南、华北地区跌幅较大
- 库存：周环比上升1.0pct，华北、西南地区涨幅明显
- 价格：周环比下降2.9元/吨，西南、华东地区降幅显著
- 水煤价差：周环比提高2元/吨，煤炭市场呈现供需两弱格局

水泥出货率：周环比下降6pct，中南、西北地区降幅显著

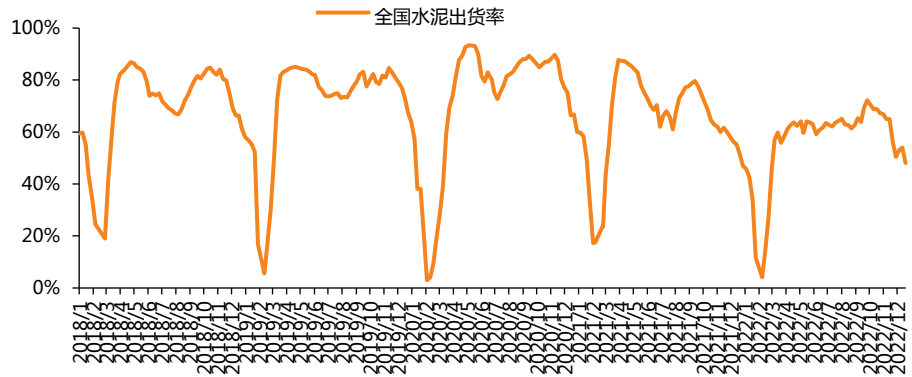
上周全国水泥出货率48%，周环比下降6pct，年同比低3pct。12月中下旬，因各地病例不断增加，车辆运输，以及下游施工人员均有减少，水泥需求量继续下滑。

华北地区水泥出货率22%，周环比下降2pct，年同比保持不变，北京、天津、河北地区水泥出货率分别保持在3成半、3成半、3成；山西、内蒙古地区水泥出货率均环比下降5pct；**东北地区水泥出货率为0%，周环比保持不变，年同比低2pct，**辽宁、吉林、黑龙江地区水泥出货率均保持为0。

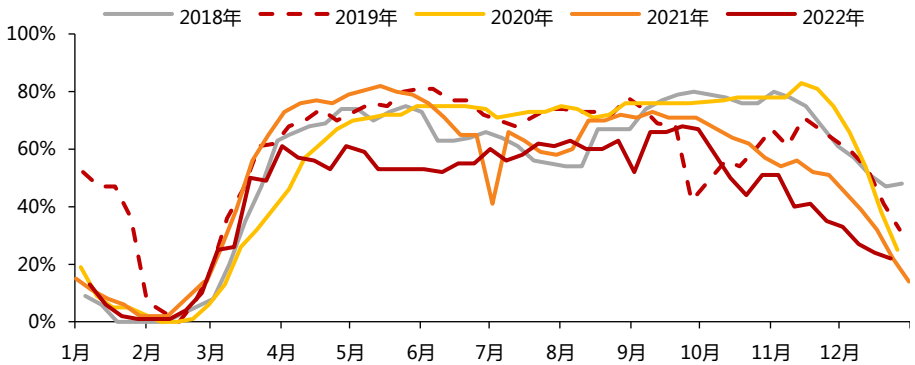
图：2018-2022年分年度全国水泥出货率



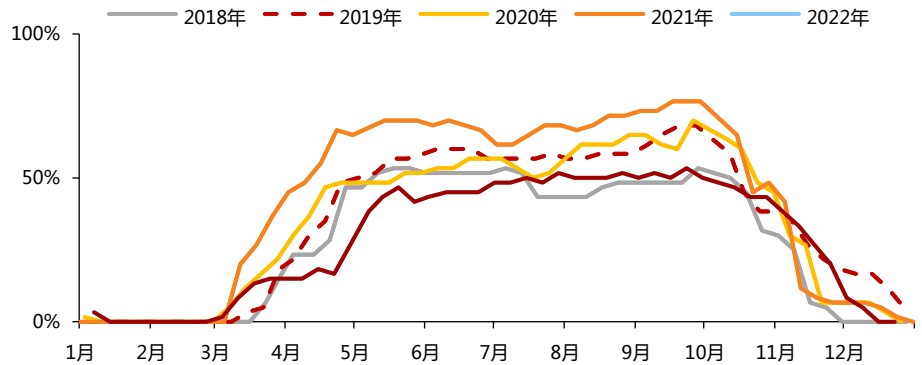
图：2018-2022年全国水泥出货率走势图



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

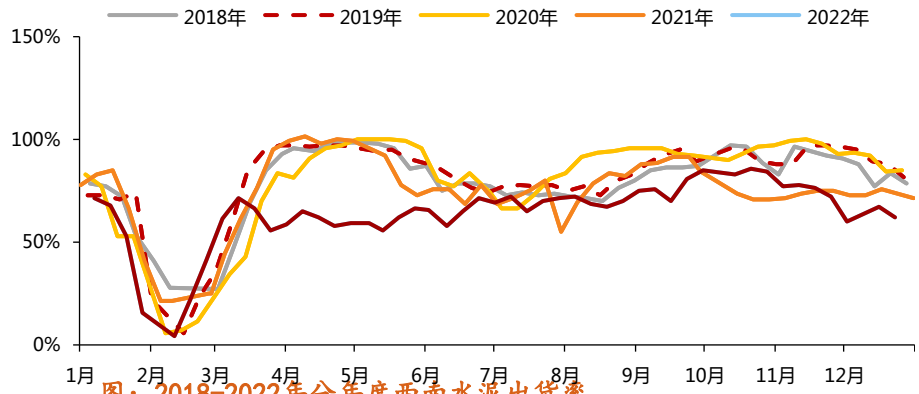


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

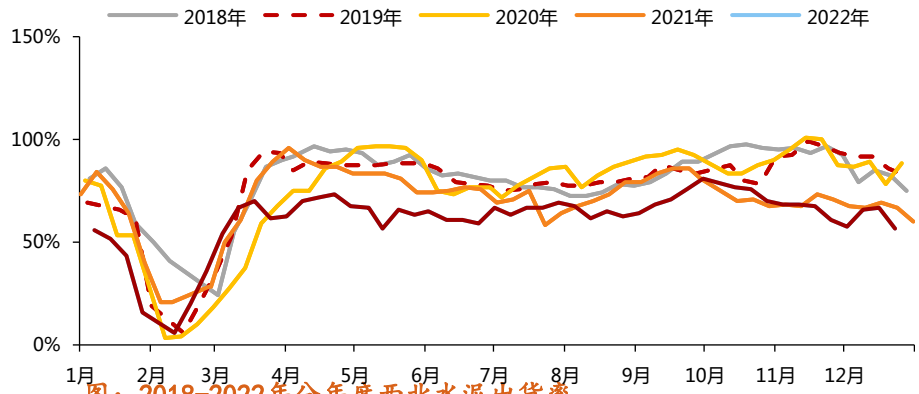
水泥出货率：周环比下降6pct，中南、西北地区降幅显著

- **华东地区水泥出货率62%，周环比下降5pct，年同比低11pct，**上海、江苏、安徽、山东地区水泥出货率分别环比下降5pct、15pct、10pct、10pct，浙江地区出货率环比上升5pct，福建、江西地区出货率均保持在6成半；**中南地区出货率57%，周环比下降10pct，年同比低10pct，**河南、湖北、广东、广西地区水泥出货率分别环比下降30pct、15pct、10pct、5pct，湖南、海南地区水泥出货率分别保持在7成、6成；**西南地区出货率54%，周环比下降5pct，年同比低5pct**，重庆、云南地区水泥出货率分别保持在6成、5成，四川、贵州地区水泥出货率均环比下降10pct；**西北地区出货率8%，周环比下降10pct，年同比低3pct**，陕西、甘肃、宁夏地区水泥出货率分别环比下降10pct、15pct、5pct，青海、新疆地区水泥出货率均环比下降10pct。

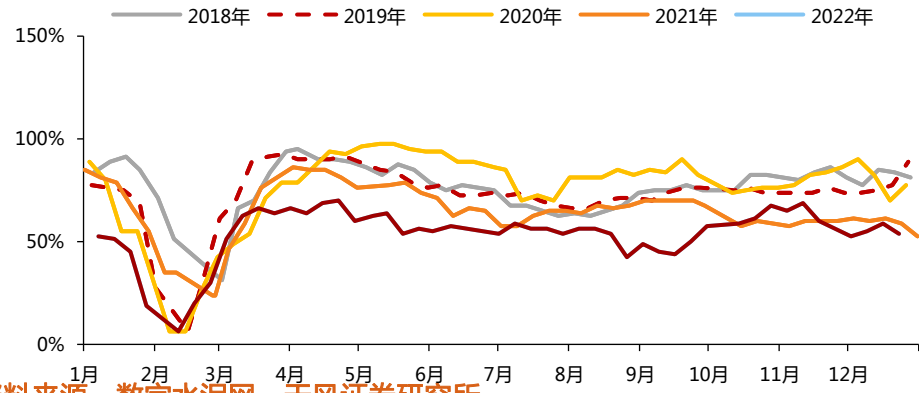
图：2018-2022年分年度华东水泥出货率



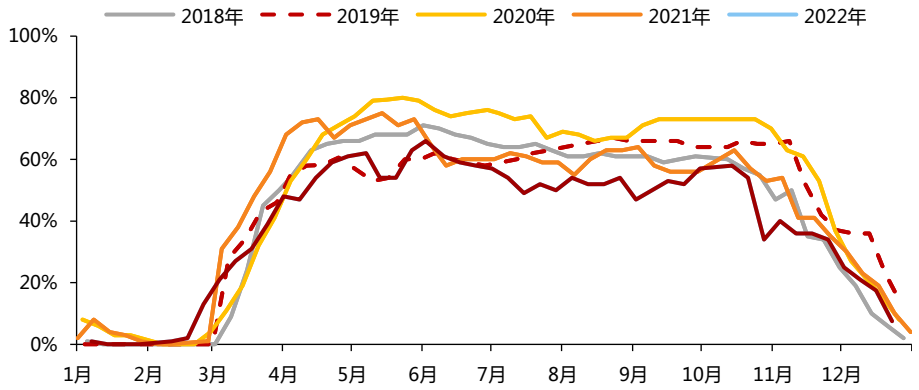
图： 2018-2022年分年度中南水泥出货率



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



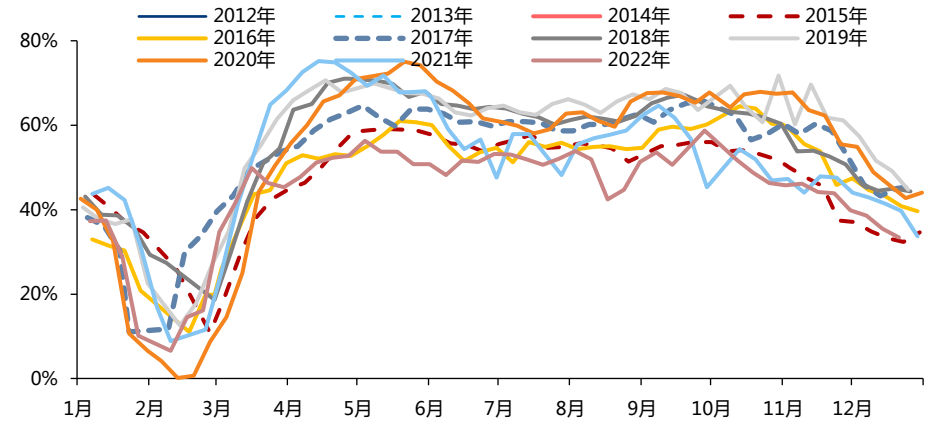
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

磨机开工率：周环比下降2pct，中南、华北地区跌幅较大

上周全国水泥磨机开工率33%，周环比下降2pct，年同比低8pct。

华北地区水泥磨机开工率15%，周环比下降3pct，年同比低7pct，北京、河北、山西地区磨机开工率分别环比下降10pct、5pct、5pct，天津地区开工率环比上升5pct，内蒙古地区的开工率保持为0；**东北地区水泥磨机开工率为0%，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为0。

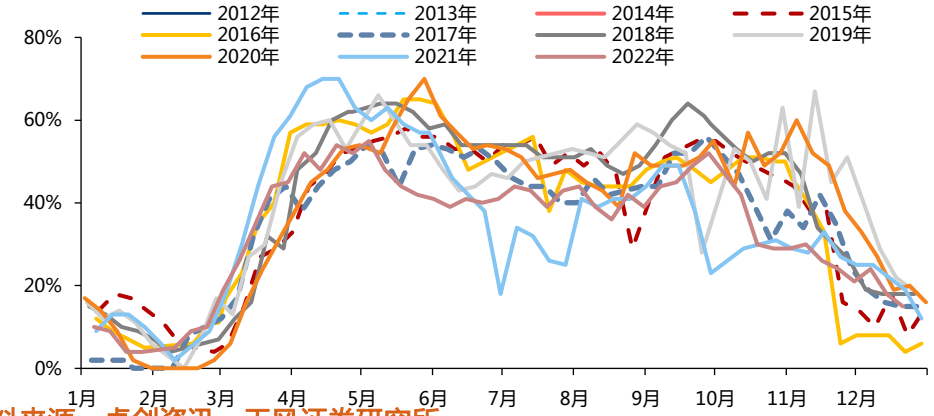
图：分年度全国水泥磨机开工率



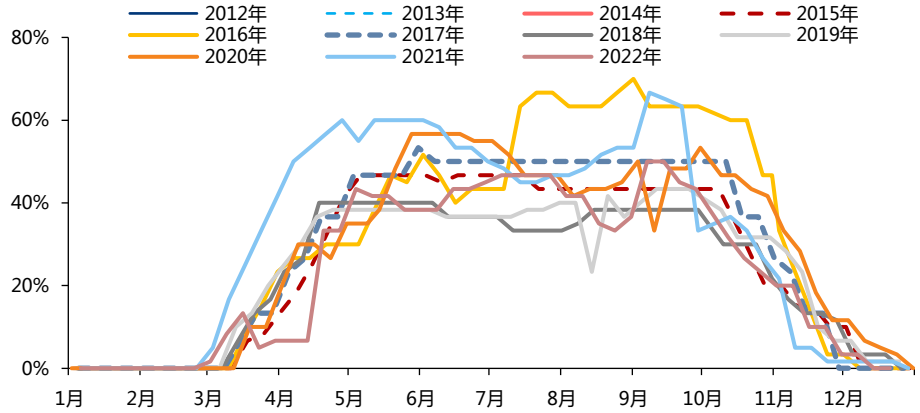
图：全国磨机开工率走势图



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

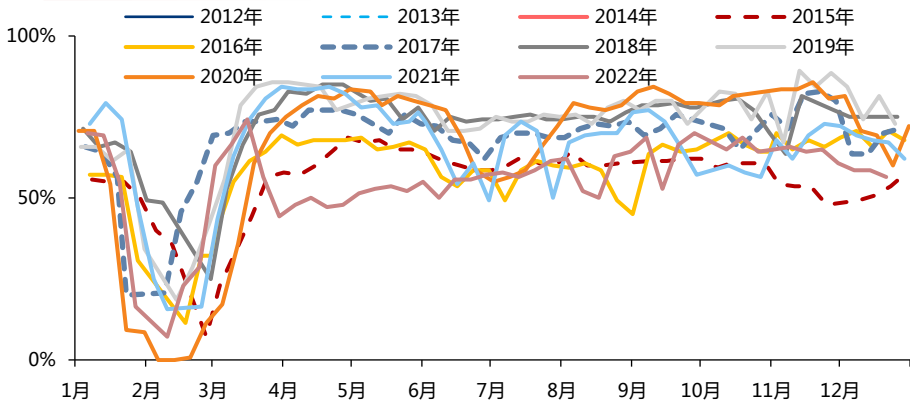


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

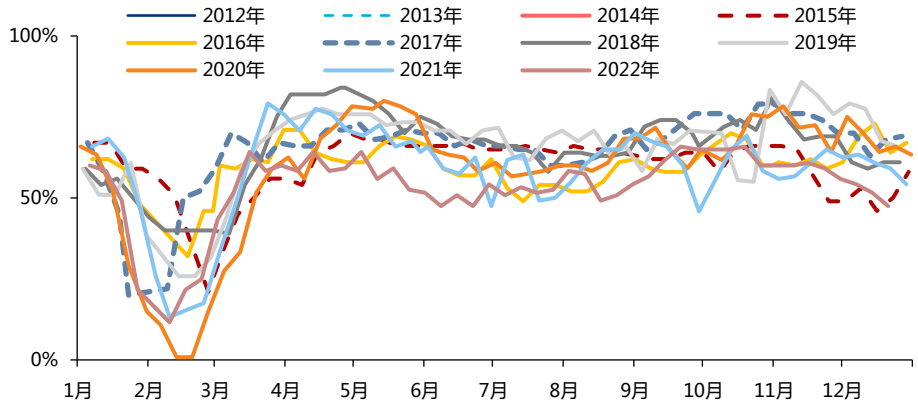
磨机开工率：周环比下降2pct，中南、华北地区跌幅较大

- **华东地区水泥磨机开工率56%，周环比下降2pct，年同比低11pct**，上海、江苏、浙江、安徽、江西地区磨机开工率分别保持在5成半、6成、6成、6成、6成半，福建、山东地区开工率分别环比下降5pct、10pct；**中南地区水泥磨机开工48%，周环比下降4pct，年同比低13pct，**河南、湖南、广东、海南地区磨机开工率分别保持在2成、5成、6成、6成，湖北、广西地区磨机开工率分别环比下降10pct、15pct；**西南地区开工率43%，周环比保持不变，年同比低6pct**，重庆、四川、贵州、云南、西藏地区磨机开工率分别保持在6成、5成半、5成、4成、1成；**西北地区开工率13%，周环比下降2pct，年同比低4pct，**陕西、甘肃地区磨机开工率均环比下降5pct，青海、宁夏地区磨机开工率均保持在1成，新疆地区磨机开工率为0。

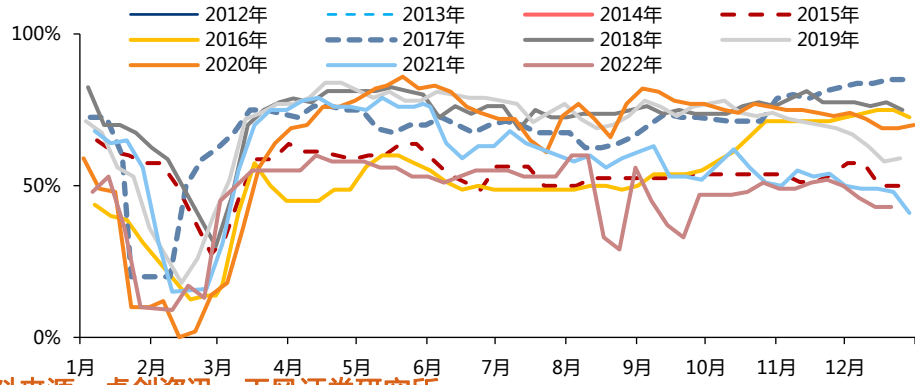
图：分年度华东水泥磨机开工率



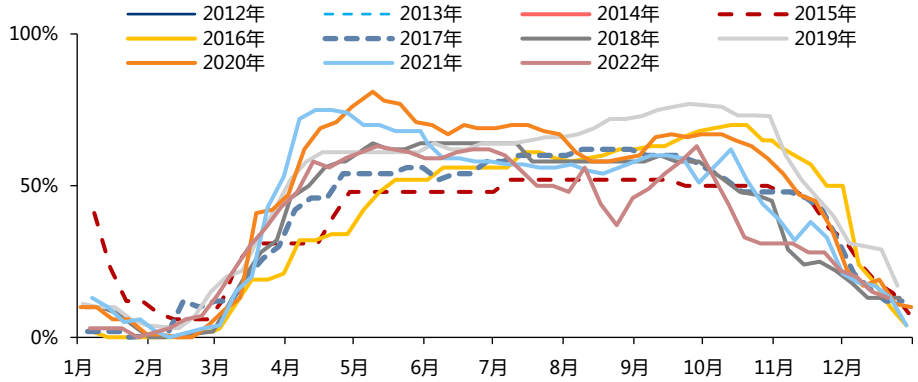
图： 分年度中南水泥磨机开工率



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



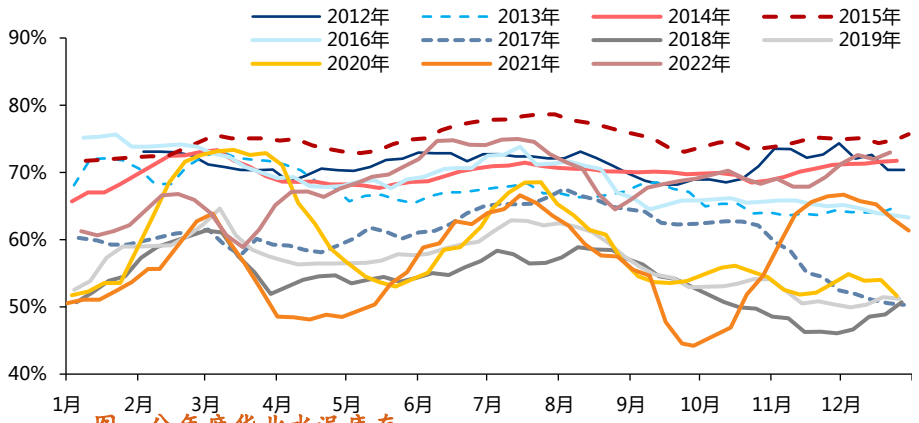
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

库存：周环比上升1.0pct，华北、西南地区涨幅明显

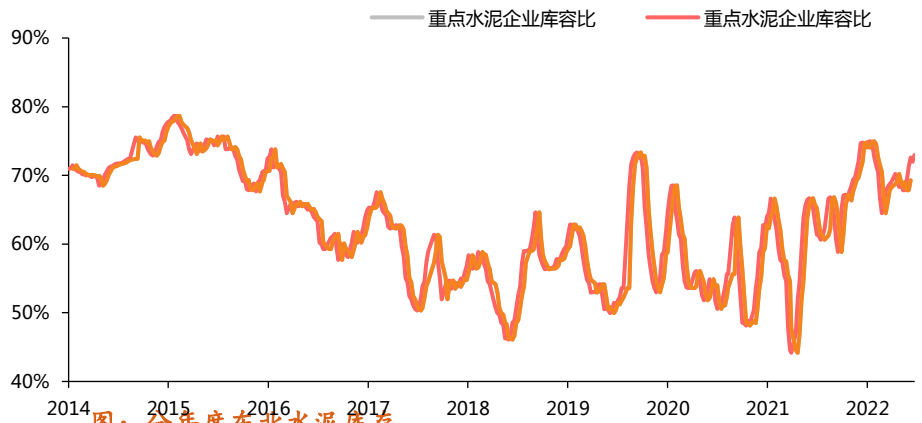
上周全国水泥库存73%，周环比上升1.0pct，年同比高10pct，华北、西南地区涨幅明显。

华北地区水泥库存73%，周环比上升2.0pct，年同比高23pct，北京地区水泥库存环比上升10pct，天津、河北、山西、内蒙古地区水泥库存分别保持在8成、8成半、6成、8成；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。

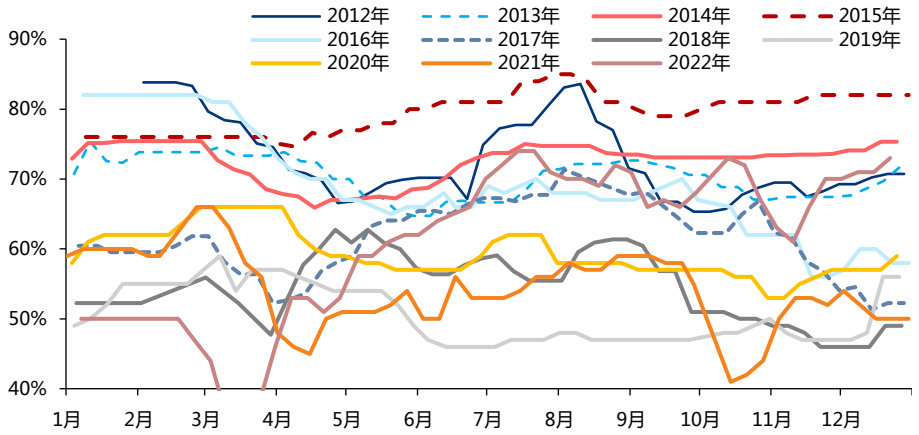
图：分年度全国水泥库存



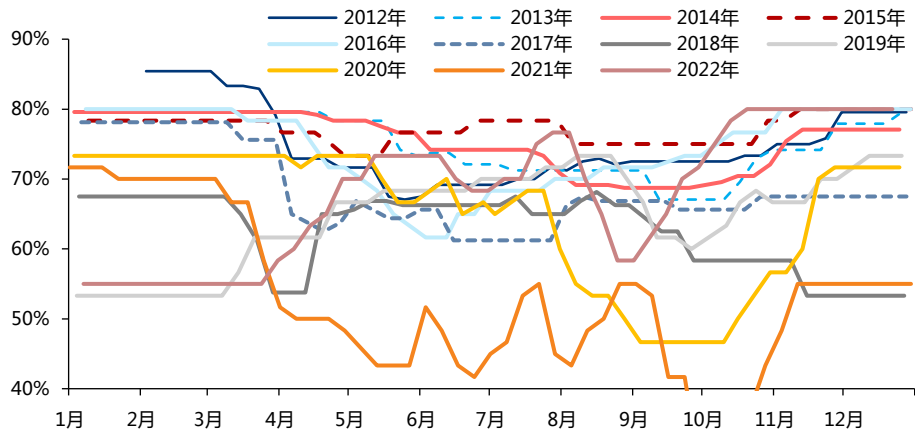
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存

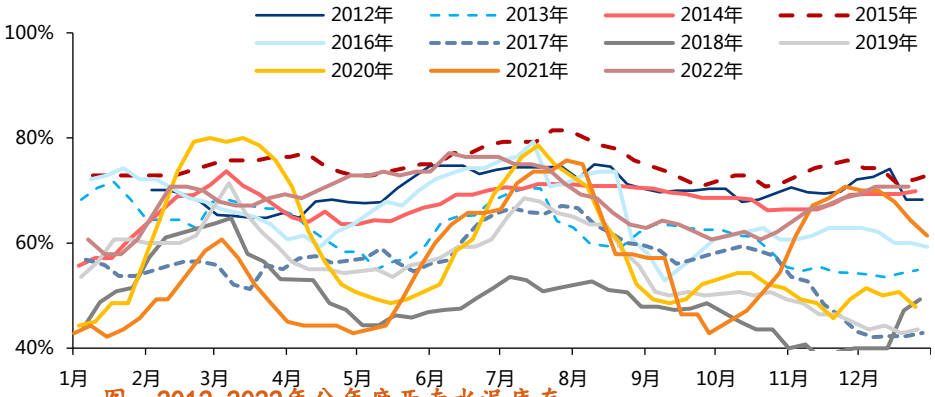


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

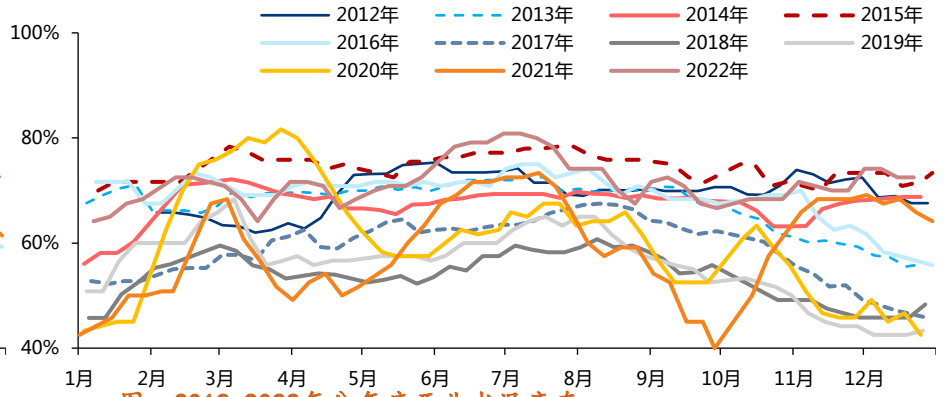
库存：周环比上升1.0pct，华北、西南地区涨幅明显

- **华东地区水泥库存71%，周环比保持不变，年同比高6pct**，上海、浙江、安徽、福建、江西地区水泥库存分别保持在6成半、8成、7成、7成、8成，江苏地区库存环比上升5pct，山东地区库存环比下降5pct；**中南地区水泥库存73%，周环比保持不变，年同比高7pct**，河南、湖北、湖南、广东、广西、海南地区水泥库存分别保持在6成半、8成半、7成半、7成、6成半、7成半；**西南地区水泥库存71%，周环比上升1.3pct，年同比低1pct**，重庆、四川、贵州地区水泥库存分别保持在8成半、5成、7成，云南地区库存环比上升5pct；**西北地区水泥库存80%，周环比保持不变，年同比高12pct**，陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆地区水泥库存均保持在8成。

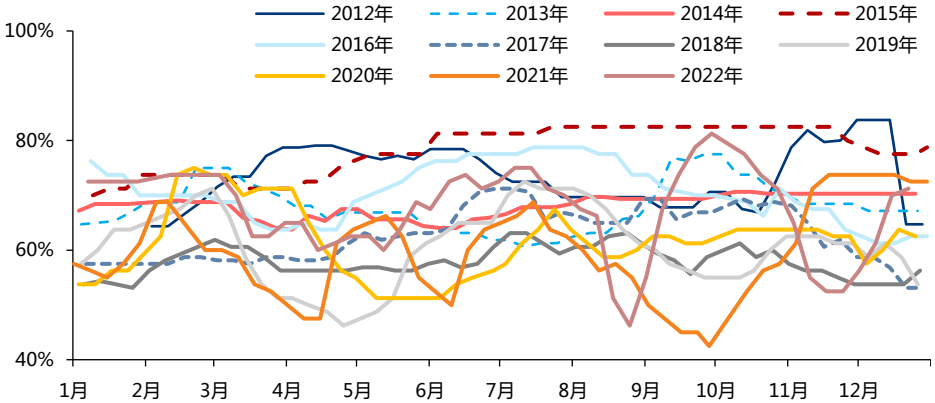
图：2012-2022年分年度华东水泥库存



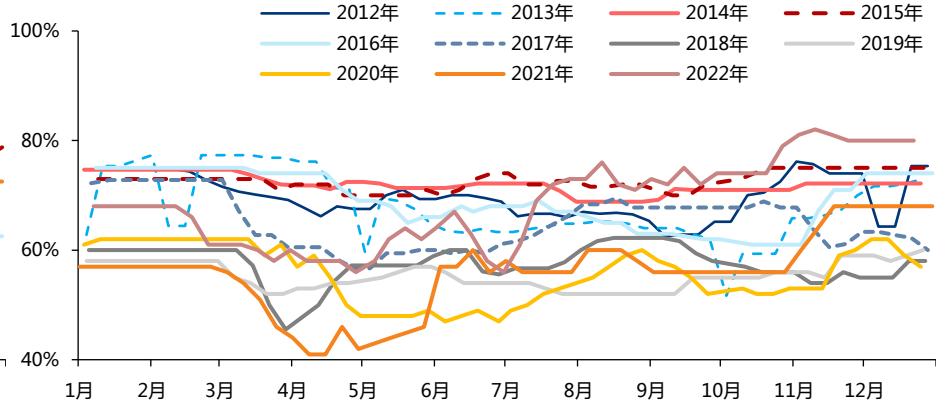
图： 2012-2022年分年度中南水泥库存



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

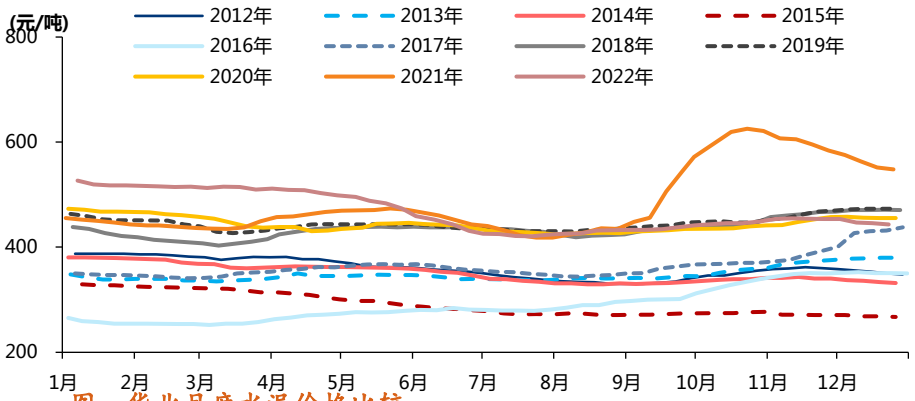
价格：周环比下降2.9元/吨，西南、华东地区降幅显著

上周全国水泥价格443元/吨，周环比下降2.9元/吨，年同比低97.4元/吨。因下游需求较差，加之部分企业急于春节前清库，致使水泥价格继续走低。

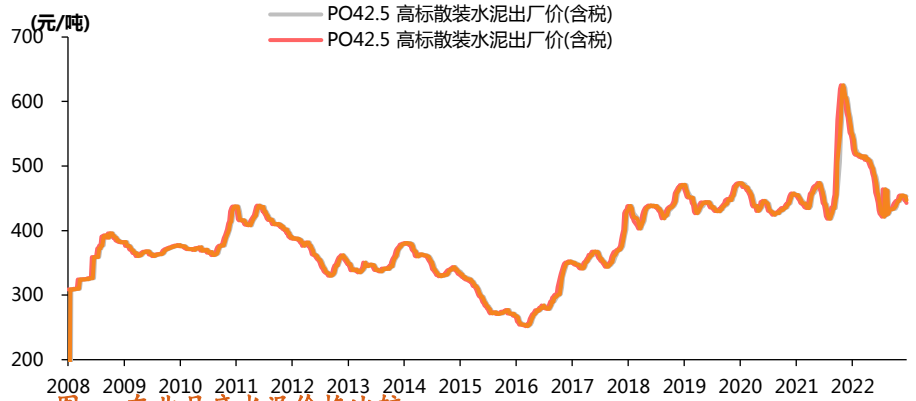
华北地区水泥均价472元/吨，周环比保持不变，年同比低77.0元/吨，华北地区水泥价格保持稳定。京津唐地区下游需求表现疲软，企业出货维持在3成水平，除了部分重点工程仍在赶工以外，其他民用项目和搅拌站基本停工，水泥价格保持平稳为主。

东北地区水泥均价437元/吨，周环比保持不变，年同比低125.0元/吨。

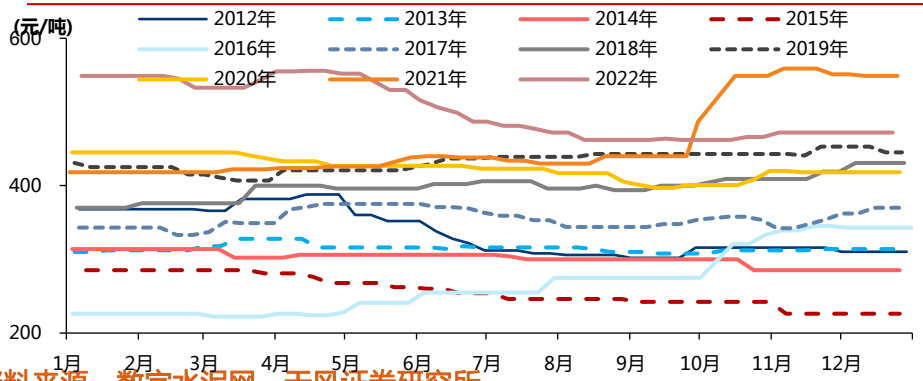
图：全国月度水泥价格比较



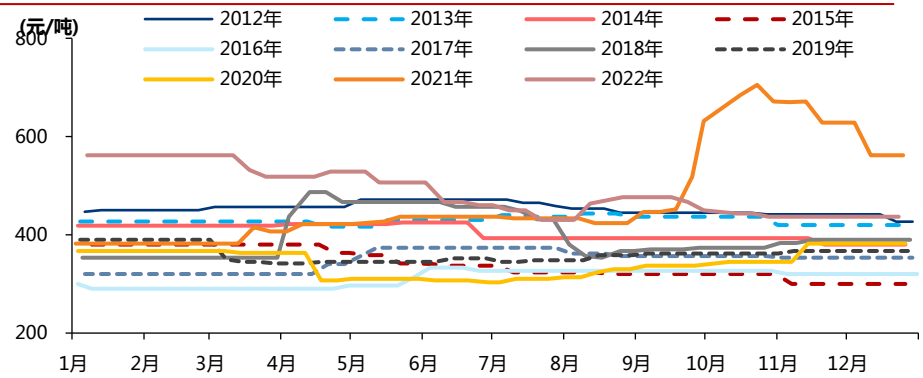
图：全国水泥价格走势图



图：华北月度水泥价格比较



图： 东北月度水泥价格比较



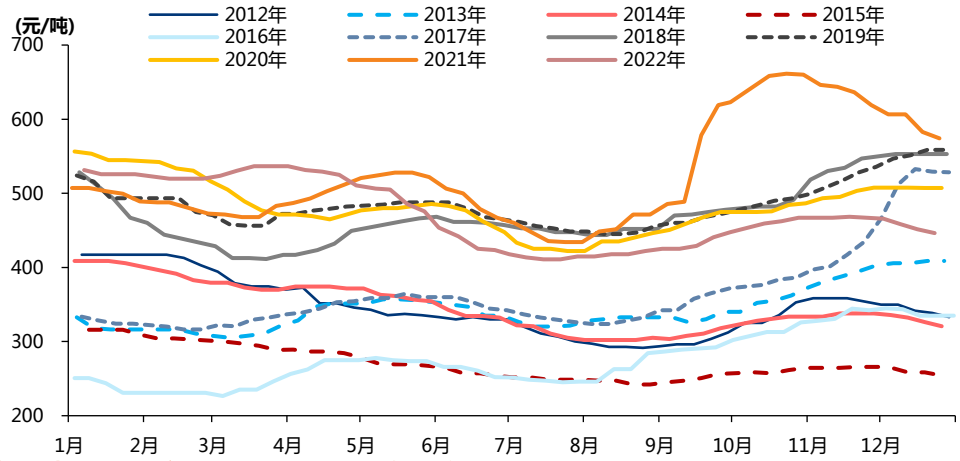
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

价格：周环比下降2.9元/吨，西南、华东地区降幅显著

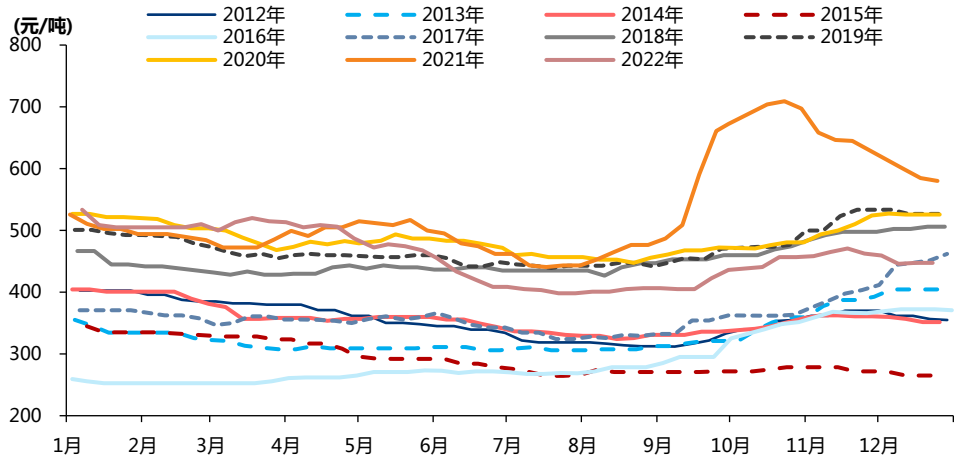
- **华东地区水泥均价446元/吨，周环比下降5.0元/吨，年同比低113.6元/吨。**华东地区水泥价格继续回落。江苏南京地区水泥价格稳定，下游工程项目施工进度减缓，水泥需求环比回落20%左右，企业发货降至4-5成，库存升至偏高水平。浙江杭嘉湖地区水泥价格趋弱运行，天气晴好，水泥需求相对稳定，企业发货能达8成左右，但由于周边地区水泥价格回落，低价水泥不断进入，后期本地企业跟进下调可能性较大。上海地区水泥价格回落15元/吨，建筑工地和搅拌站工人因病到岗率下降，搅拌站方量几乎减半，且外围地区水泥价格均有回落，需求将会继续走弱。安徽合肥和巢湖地区水泥价格下调20元/吨，价格下调主要是市场需求表现清淡，工程项目施工进度缓慢，企业发货仅在5左右，库存偏高，企业为增加出货量，以优惠返利形式下调价格。江西南昌和九江地区水泥价格稳定，下游在建项目开始年底赶工，水泥需求环比变化不大，企业日出货5-7成，短期价格以稳为主。福建福州、宁德地区水泥价格趋弱运行，受外部因素影响，下游施工人员到岗率不足，水泥需求量减少，企业发货仅在6-7成，部分企业为年前清库，继续降价促销。山东济南和周边地区水泥价格稳定，部分施工单位陆续停工放假，水泥需求继续减少，企业发货仅在4成左右，库存升至中高位。

- **中南地区水泥均价448元/吨，周环比保持不变，年同比低114.2元/吨。**中南地区水泥价格平稳。广东珠三角及粤北地区水泥价格稳定，受外部因素影响，车辆运输以及下游施工效率均有降低，水泥需求有所减少。广西南宁和崇左地区水泥价格平稳，建筑工地人员不足，无法正常施工，水泥需求环比小幅下滑，企业发货降至5-6成，受益于错峰生产，库存维持在60%左右。湖南长株潭地区水泥价格暂稳，施工进度放缓，水泥需求表现清淡，企业发货仅在5-6成，库存普遍偏高，据市场反馈，12月中旬价格上调过程中，部分企业有一定折扣，预计后期稳价难度较大。湖北地区价格保持平稳，需求继续下滑。武汉及鄂东地区水泥价格保持平稳，企业P.O42.5散装出厂价320元/吨，已接近成本线附近，短期价格下行可空间有限。河南地区水泥价格保持平稳，市场进入淡季。12月下旬，河南地区水泥市场需求渐进尾声，企业出货率仅剩3成水平。目前各地企业库存仍在高位运行，元月份企业原计划开窑10-15天，迫于库存压力，企业将会继续执行错峰生产。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较

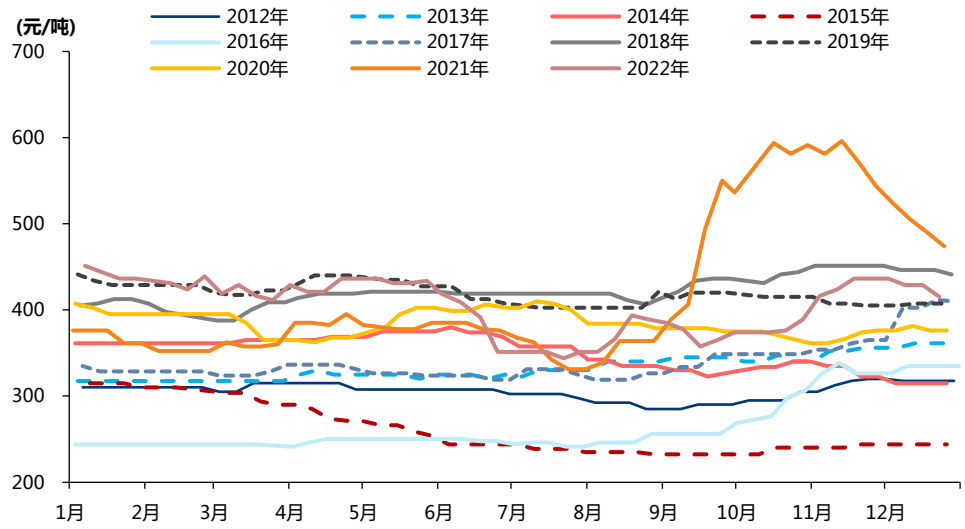


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

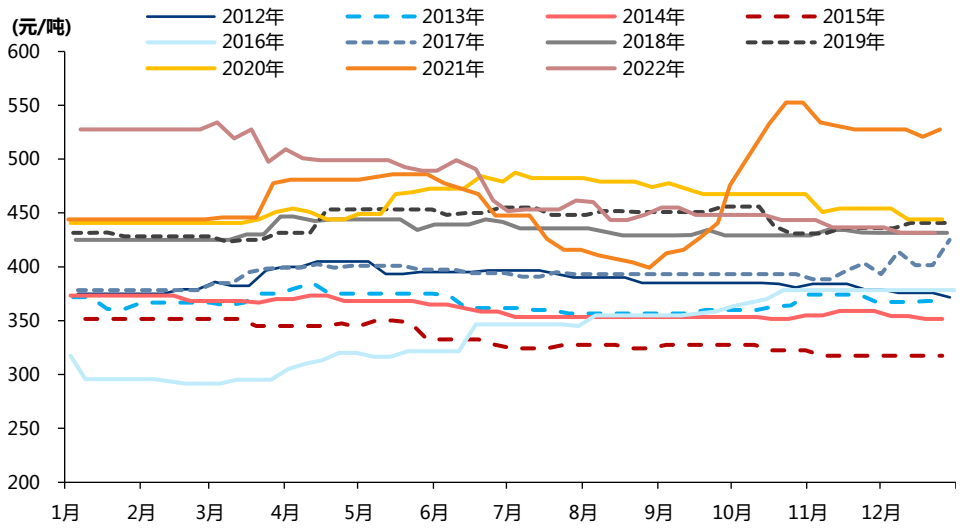
价格：周环比下降2.9元/吨，西南、华东地区降幅显著

- **西南地区水泥均价415元/吨，周环比下降13.8元/吨，年同比低51.3元/吨，**西南地区水泥价格回落下调。四川成德绵地区水泥价格平稳，受外部和大气污染黄色预警因素影响，下游搅拌站开工不足，工程项目施工进度放缓，水泥需求有所减弱，企业发货在6成左右，受益于错峰生产，库存在中等水平，企业力争稳价为主。广元、巴中和达州等地区水泥价格稳定，临近春节，搅拌站多以回款为主，拿货积极性降低，下游需求表现清淡，企业发货仅在6-7成，由于外来低价水泥不断冲击，预计后期价格将趋弱运行。重庆主城、渝西北和渝东北地区水泥价格普遍回落20-30元/吨。项目施工进度放缓，水泥需求环比略有下降，部分企业为增加出货量，价格继续回落。据了解，明年一季度重庆错峰生产计划暂未安排，后期企业将面临库存攀升压力，不排除价格有进一步下行可能。云南昆明地区水泥价格下调30元/吨，现P.O42.5散出厂价310-340元/吨，市场进入淡季，水泥需求环比减弱，企业日出货不足5成，且限电结束后，错峰生产执行情况较差，库存快速升至高位，企业为求发货，陆续降价促销，后期价格仍有下行趋势。保山、普洱等地区水泥价格稳定，市场资金情况较差，下游无明显赶工现象，水泥需求表现欠佳，企业发货仅在4-5成。贵州地区水泥价格保持平稳，需求环比减弱。开工率下降，水泥需求环比减弱，企业出货量降到3-4成水平；市场价格短期保持平稳，主要得益于企业错峰生产执行情况较好，库存上升不明显。
- **西北地区水泥均价432元/吨，周环比保持不变，年同比低95.8元/吨。**

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较

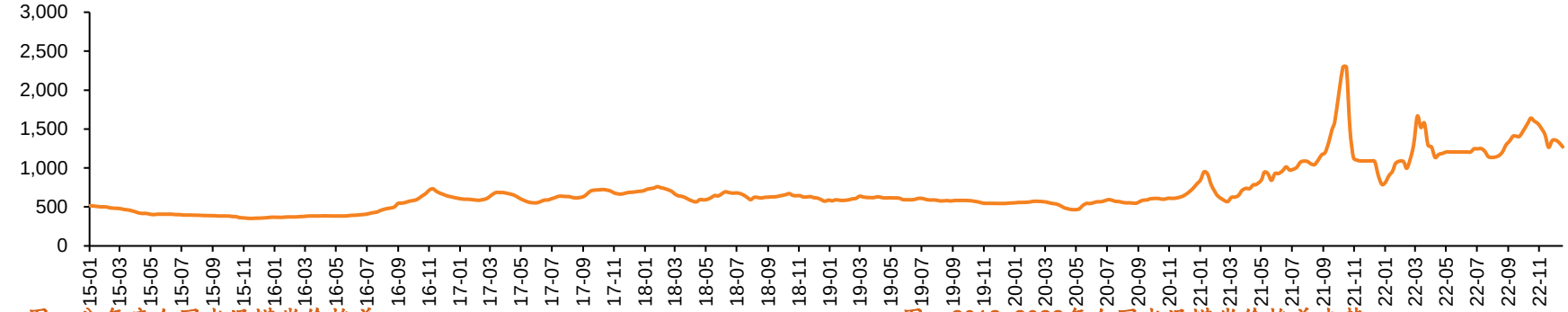


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

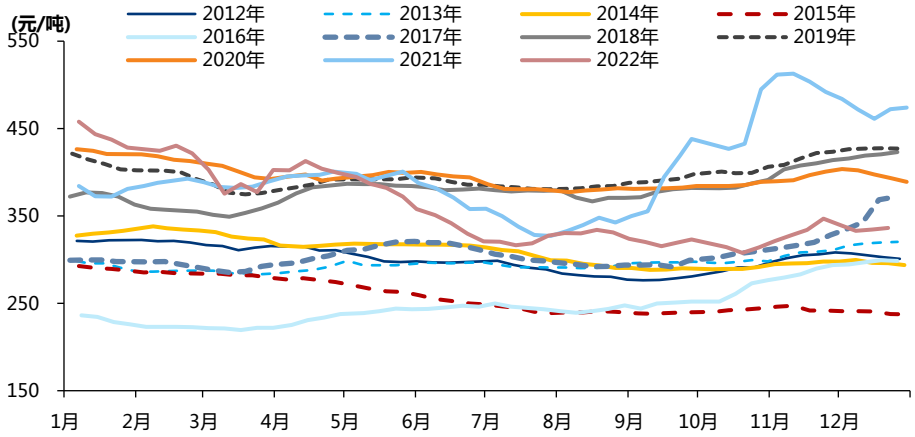
水煤价差：周环比提高2元/吨，煤炭市场呈现供需两弱格局

本周全国水煤价差336元/吨，周环比提高2元/吨，年同比低136元/吨。产地方面，主流煤矿以兑现长协资源为主，落实中长期合同合理价格；市场煤交易活跃度下降，呈现供需两弱格局，价格下行压力增加。具体来看，供应方面，临近年底煤矿保安全意识较强，部分煤矿在完成年度生产任务后有停减产情况，供应端市场煤增量受限；需求方面，电力行业补库以长协煤为主，市场煤采购需求一般，化工等非电行业利润欠佳，终端用户采购以满足刚需为主，贸易型客户观望情绪增加，到矿拉运车辆减少。整体来看，近期产地煤矿销售情况不温不火，出矿价格承压偏弱运行。

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

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