

建筑材料

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

水泥盈利或近底部位置，重视积极变化

► 2021h2 以来水泥景气度持续承压，2023 年压力边际加大

2023 年水泥行业压力边际继续加大，各区域水泥景气普遍下降，区域分化有所加大，西北区域相对最优。2023 年全国水泥吨均价 399.5 元，yoy-68.3 元；吨水煤价差 318.4 元，yoy-43.0 元；2023 年水泥行业利润 320 亿，yoy-366 亿元，行业利润规模为 2012 年以来最低。2021 年以来水泥行业景气持续较快下降，首要原因是低迷的需求，同时供给方面积极变化偏少、有效政策偏少亦是重要原因。

► 2023 年以来收入增长有压力，样本企业 24Q1 整体近年首亏

我们使用 14 家上市水泥及水泥制品企业作为观察样本，2023 年收入延续负增，2024Q1 为近年整体首次亏损。大部分样本企业 2023 年水泥吨毛利/净利均下降，持续压减成本费用为样本企业共同选择，吨净利 TOP5 分别为青松建化/海螺水泥/塔牌集团/华新水泥/宁夏建材，测算 2023 年水泥吨净利分别为 97/55/48/41/35 元，分别 yoy+6/-17/+23/-4/-17 元。海螺吨毛利/吨净利分别高于均值 18 元/34 元，表现优势连续两年收窄。

► 2023 年企业资本开支继续减少，塔牌/上峰分红比率持续较快提升

2023 年大部分样本水泥企业资本性支出同比减少较多，部分用于拓展新业务/新市场，中小企业主要用于产能置换及技改。2023 年大部分样本水泥企业分红比例基本保持稳定，其中塔牌/上峰提升较多。2023 年分红比例 TOP5 分别为塔牌/上峰/天山/海螺/宁夏建材，分别 yoy+26/+16/-1/-2/+5pct 至 79%/51%/50%/49%/40%。按 23 年分红及最新收盘价，股息率 TOP5 分别为塔牌/上峰/海螺/华新/青松建化。

► 投资建议：行业筑底，关注政策/企业等积极变化

展望 2024 年，水泥需求或将持续筑底，行业景气度将持续承压，结合长周期历史复盘，当前阶段或接近行业底部区域盈利水平，建议更多关注政策、行业、企业多方面积极变化。政策方面建议关注支撑供给持续出清的后续相关内容；行业层面关注企业区域协同、行业兼并购优化供给格局等；企业方面关注新业务/出海方面布局进展及重要增量贡献。建议关注盈利接近底部区域/潜在政策或有积极影响的区域水泥龙头。

风险提示：原材料价格上涨风险；房企信用风险蔓延风险；市场竞争加剧风险。

相对大盘走势



作者

分析师：武慧东

执业证书编号：S0590523080005

邮箱：wuhd@glsc.com.cn

分析师：朱思敏

执业证书编号：S0590524050002

邮箱：zhusm@glsc.com.cn

相关报告

1、《建筑材料：2023FY&2024Q1：玻纤/耐材及部分细分龙头有积极变化》2024.05.07

2、《建筑材料：24Q1 末重仓建材占比略升，关注玻纤等积极变化》2024.04.27

正文目录

1.	2021h2 以来水泥景气度持续承压, 2023 年压力边际加大	4
1.1	2023 年各区域水泥景气度继续下降, 西北区域相对最优	4
1.2	需求: 2023 年产量降幅有所收窄, 房建延续较大拖累	6
1.3	供给: 产能置换节奏边际延续放缓, 区域错峰生产有所分化	7
1.4	集中度: 近年基本稳定, 2023 年 TOP10 市场份额为 59.0%	8
2.	样本企业 2024Q1 整体亏损, 资本开支减少分红率提升	9
2.1	2023 年收入延续负增, 样本企业 2024Q1 整体近年首亏	9
2.2	2023 年吨净利 yoy-4 元至 21 元, 青松建化/海螺/塔牌排序前三	12
2.3	2023 年企业资本开支继续减少, 塔牌集团分红比率持续较快提升	14
3.	投资建议: 行业筑底, 关注政策/企业等积极变化	15
4.	风险提示	16

图表目录

图表 1:	2023 年水泥价格位于历史较低区间 (元/吨)	4
图表 2:	2023 年水泥煤炭价格差位于历史较低区间 (元/吨)	4
图表 3:	2022-2023 年水泥库容比基本位于 65%-75% 区间内	4
图表 4:	2023 年水泥行业利润总额同比-53%	4
图表 5:	相较于南方, 2023 年北方水泥行业景气度承压更明显	5
图表 6:	分区域水泥价格 (元/吨)	5
图表 7:	分区域水泥库容比	5
图表 8:	2023 年国内水泥产量同比-0.7%	6
图表 9:	2023 年水泥出货率处于 2018 年以来偏低水平	6
图表 10:	2023 年磨机开工率处于 2018 年以来偏低水平	6
图表 11:	2023 年国内房屋新开工面积同比-20.4%	6
图表 12:	2023 年国内基建固定资产投资完成额同比+8.2%	7
图表 13:	分行业固定资产投资完成额累计同比增速	7
图表 14:	2023 年国内新型干法水泥熟料年产能为 18.0 亿吨 (单位: 亿吨)	7
图表 15:	2023 年国内新增新型干法水泥熟料产能	7
图表 16:	水泥熟料产能利用率	8
图表 17:	水泥产能过剩缺口测算	8
图表 18:	2023 年水泥 TOP10 市占率为 59.0% (国内新型干法水泥熟料产能口径, 不含国外)	9
图表 19:	近 10 年水泥市场集中度持续提升	9
图表 20:	2023 年国内水泥熟料新投产生产线明细	9
图表 21:	水泥上市公司营业收入情况	10
图表 22:	水泥上市公司归母净利润情况	11
图表 23:	水泥上市公司毛利率情况	11
图表 24:	水泥上市公司归母净利率情况	12
图表 25:	2023 年水泥上市公司销量及变化	12
图表 26:	水泥企业水泥熟料单吨售价 (元)	13
图表 27:	水泥企业水泥熟料单吨毛利 (元)	13
图表 28:	水泥企业水泥熟料单吨费用 (元)	14
图表 29:	水泥企业水泥熟料单吨净利 (元)	14
图表 30:	样本企业吨净利均值	14
图表 31:	海螺水泥与样本企业平均吨净利的差值	14
图表 32:	水泥企业购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 (亿元)	15
图表 33:	水泥企业经营活动现金流量净额 (亿元)	15

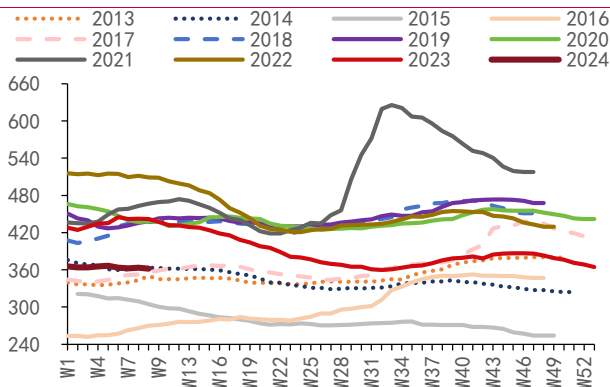
图表 34: 水泥上市公司股利支付率	15
图表 35: 水泥上市公司股息率	15

1. 2021h2 以来水泥景气度持续承压, 2023 年压力边际加大

1.1 2023 年各区域水泥景气度继续下降, 西北区域相对最优

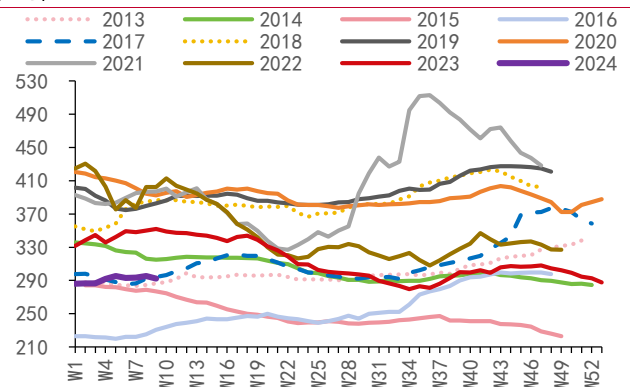
2021h2 以来水泥行业景气度持续承压, 2023 年压力边际继续加大。受地产新开工持续下滑的影响, 2021h2 以来水泥行业景气度持续承压, 2023 年水泥库容比平均值为 71.6%, yoy+3.1pct, 较 2021 年+14.5pct; 2023 年全国单吨水泥均价为 399 元, yoy-68 元/-15%, 较 2021 年-86 元/-18%; 2023 年吨水泥煤炭价差平均值为 318 元, yoy-43 元/-12%, 较 2021 年-82 元/-20%; 2023 年水泥行业利润为 320 亿元, yoy-366 亿元/-53%, 较 2021 年-1,374 亿元/-81%。

图表1: 2023 年水泥价格位于历史较低区间 (元/吨)



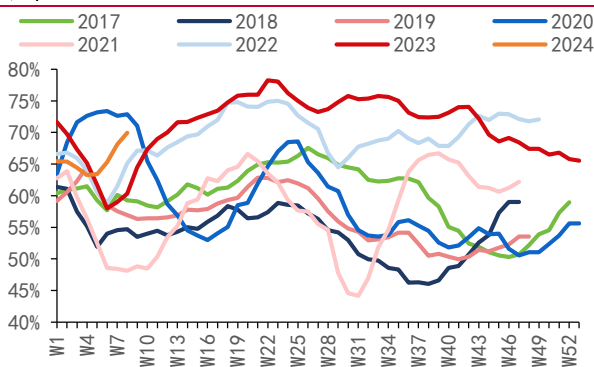
资料来源: 水泥数字网、国联证券研究所
注: W1 为当年春节过后的第一周

图表2: 2023 年水泥煤炭价格差位于历史较低区间 (元/吨)



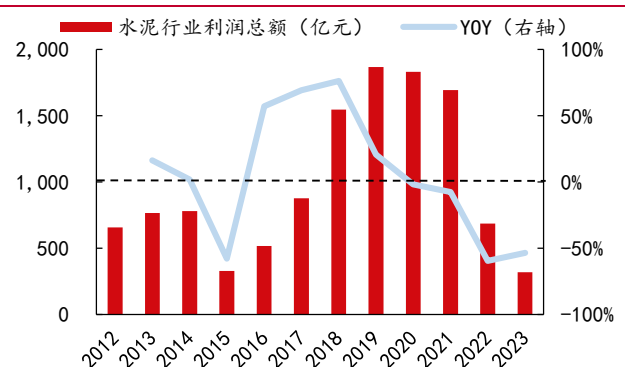
资料来源: 水泥数字网、Wind、国联证券研究所
注: W1 为当年春节过后的第一周

图表3: 2022-2023 年水泥库容比基本位于 65%-75% 区间内



资料来源: 水泥数字网、国联证券研究所

图表4: 2023 年水泥行业利润总额同比-53%



资料来源: 中国水泥网、中国水泥协会、国联证券研究所

2023 年各区域水泥景气普遍下降, 区域分化有所加大, 单位水泥盈利排序西北>中南>华北>华东>东北>西南, 水泥价格同比降幅西南<中南<西北<华东<华北<东北。分区域来看, 华北/东北/西北/华东/中南/西南 2023 年水泥单吨均价分别 401/381/424/399/403/371 元, 同比分别-20%/-22%/-11%/-15%/-10%/-8%; 水泥库容比均值分别 67.0%/70.1%/74.6%/69.9%/73.2%/66.8%, 同比分别 +5.7%/+1.9%/+6.0%

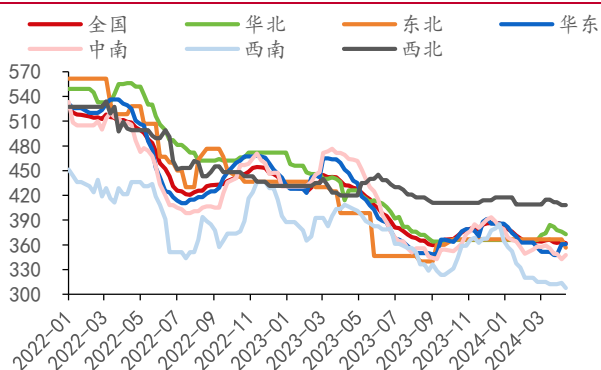
+1.4/+1.6/-0.5pct；吨水泥煤炭价差均值分别 320/300/342/318/322/ 290 元，同比分别-19%/-21%/-8%/-13%/-6%/-3%。分化较大预计主要源于区域供给格局的差异、分化的水泥区域需求表现（如西北区域盈利最优、且降幅最小，因较好的区域格局及更优的需求景气度，如 2023 年新疆建筑业总产值 yoy+9%至 3,406 亿元，增长呈加快态势）、及部分区域供给波动（如 2023 年华东/中南/西南水泥熟料新增年产能分别为 620/1,122/347 万吨，占行业新增产能比例分别 26%/48%/15%，占区域产能的比例分别为 1.3%/2.4%/1.0%）。

图表5：相较于南方，2023 年北方水泥行业景气度承压更明显

	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北
23年水泥均价 (元/吨)	399.5	401.4	380.6	398.7	403.4	371.2	423.5
YOY	-15%	-20%	-22%	-15%	-10%	-8%	-11%
23年水泥煤炭价差均值 (元/吨)	318.4	320.3	299.5	317.7	322.3	290.1	342.4
YOY	-12%	-19%	-21%	-13%	-6%	-3%	-8%
23年水泥库容比均值	71.6%	67.0%	70.1%	69.9%	73.2%	66.8%	74.6%
YOY (pct)	3.1	5.7	1.9	1.4	1.6	-0.5	6.0

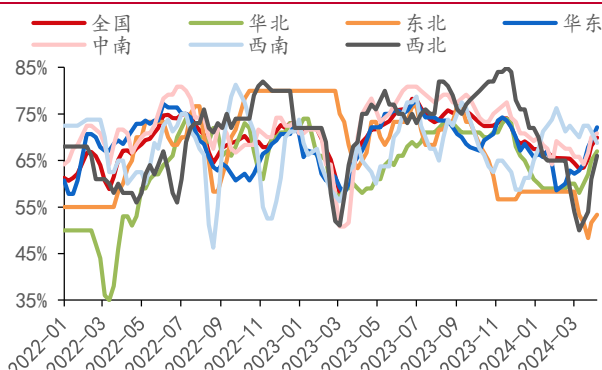
资料来源：数字水泥网、Wind、国联证券研究所

图表6：分区域水泥价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网、国联证券研究所

图表7：分区域水泥库容比



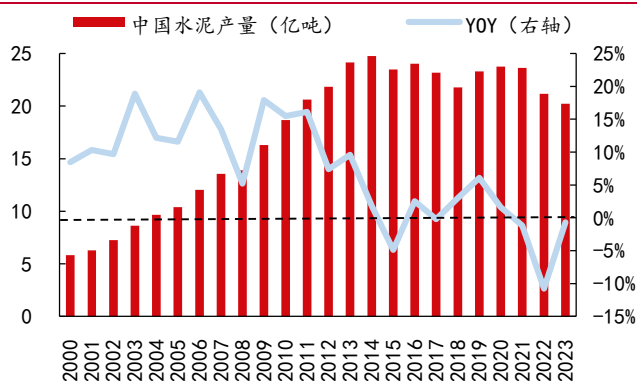
资料来源：数字水泥网、国联证券研究所

我们认为水泥行业景气呈较快下降速度且行业利润创近年新低的主要原因可归结几方面：1) 水泥需求持续承压，2021h2 以来地产为代表的房建领域需求成为持续拖累的重要方面；2) 供给方面积极变化偏少，前期扮演重要角色的错峰生产带来的供给减少约束或较难弥补更多的需求减少；3) 水泥企业区域有效竞合没有更进一步以应对行业新变化；4) 政策方面对供给的管理/约束等欠缺增量贡献。

1.2 需求：2023 年产量降幅有所收窄，房建延续较大拖累

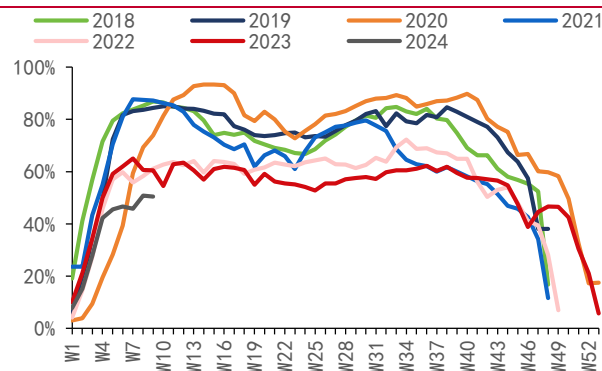
2023 年水泥需求延续疲弱，但产量降幅有所收窄，房建延续较大拖累、基建需求支撑偏弱。水泥主要应用于地产（25%-35%）/基建（30%-40%）/农村建设（30%）。2023 年水泥需求偏弱，观察三个微观指标：（1）2023 年水泥产量为 20.2 亿吨，同比-0.7%；（2）2023 年水泥出货率基本维持在 50-60%（不考虑需求淡季），处于近 6 年较低位置；（3）2023 年水泥磨机开工率基本维持在 50%-55%（不考虑需求淡季），处于近 8 年较低位置。2023 年水泥需求偏弱的主要原因：（1）地产为代表的房屋新开工持续承压，2023 年房屋新开工面积为 9.5 亿平方米，同比-20%。（2）2023 年基建投资增速维持较高水平，同比+8.2%，广义基建投资三个领域，电力等、水利等、交运等 2023 年投资增速分别为+23.0%、0.1%、10.5%（三个领域投资 2023 年各在广义基建投资中占比为 22.3%、41.9%、35.9%，电热气水生产和供应对水泥的需求较少）；此外，根据百年建筑网，2023 年国内 250 家水泥生产企业基建用水泥周平均 190 万吨，同比+3%，基建对水泥需求保持支撑，但未完全对冲地产等下滑对水泥需求的拖累。

图表8：2023 年国内水泥产量同比-0.7%



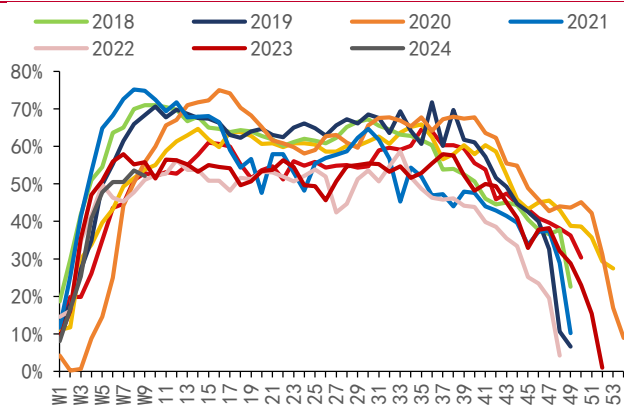
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表9：2023 年水泥出货率处于 2018 年以来偏低水平



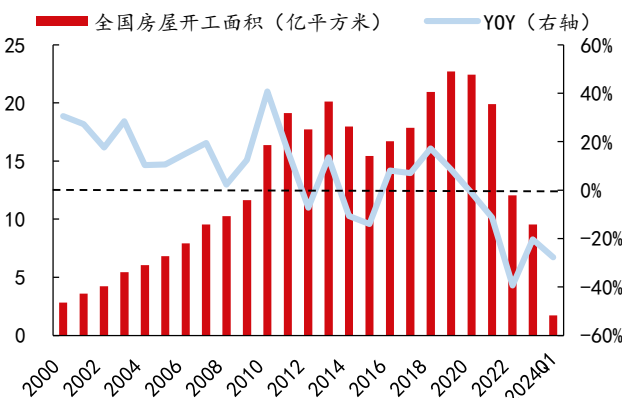
资料来源：数字水泥网、国联证券研究所

图表10：2023 年磨机开工率处于 2018 年以来偏低水平



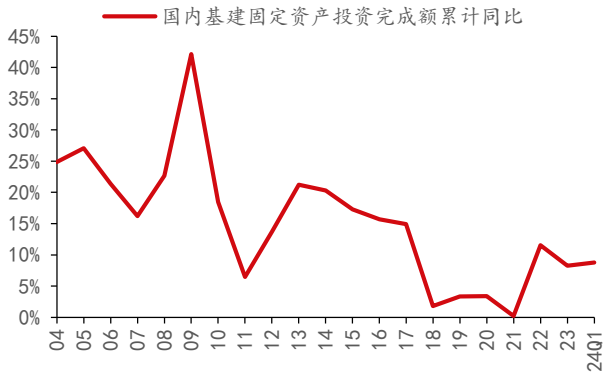
资料来源：数字水泥网、国联证券研究所

图表11：2023 年国内房屋新开工面积同比-20.4%



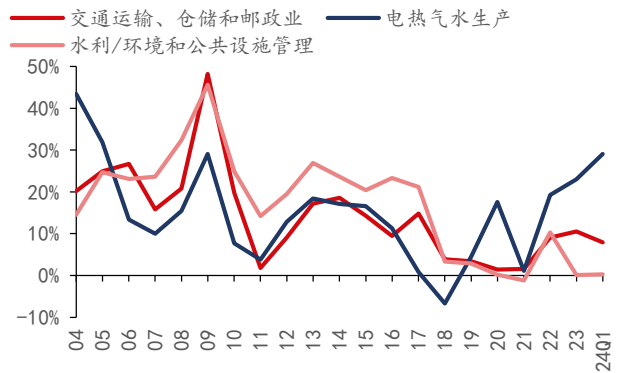
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表12: 2023 年国内基建固定资产投资完成额同比 +8.2%



资料来源: Wind、国联证券研究所

图表13: 分行业固定资产投资完成额累计同比增速

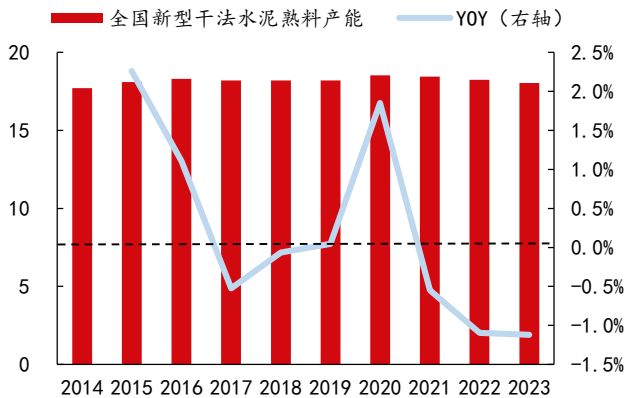


资料来源: Wind、国联证券研究所

1.3 供给: 产能置换节奏边际延续放缓, 区域错峰生产有所分化

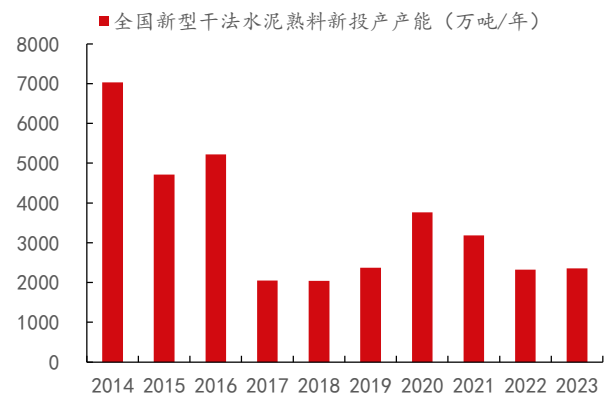
2023 年新投产能 16 条年产能 2,353 万吨, 整体产能置换节奏延续边际放缓态势, 产能置换主要集中于中南/华东/西南区域。2018 年工信部执行产能置换政策以来, 国内水泥熟料年产能规模基本维持在 18.0-18.5 亿吨 (年产能, 后文同), 截至 2023 年末全国水泥新型干法水泥熟料年产能为 18.0 亿吨, 同比-0.2 亿吨/-1.1%, 但产能利用率下降较多, 2023 年水泥熟料产能利用率 59%, yoy-7pct, 产能过剩面继续扩大。近年在国内水泥需求偏弱的背景下, 行业产能置换节奏有所放缓, 2023 年国内新增 16 条新型干法水泥熟料生产线, 新增产能规模 2,353 万吨/年 (vs 2022 年新增 2,319 万吨/年), 除湖南良田水泥 155 万吨/年新建产能为原厂技改项目, 其余均通过置换新增产能; 新增产能主要位于中南/华东/西南, 合计新增 2,089 万吨/年, 三区域合计占比为 89%。

图表14: 2023 年国内新型干法水泥熟料年产能为 18.0 亿吨 (单位: 亿吨)



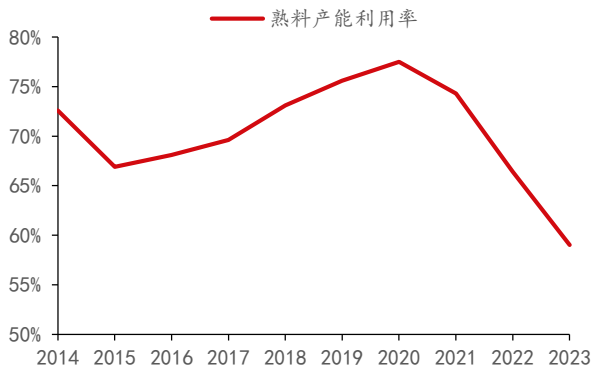
资料来源: 中国水泥网信息中心、全国能源信息平台、中证网、水泥网、云财经、数字水泥网、中国水泥协会、国联证券研究所

图表15: 2023 年国内新增新型干法水泥熟料产能



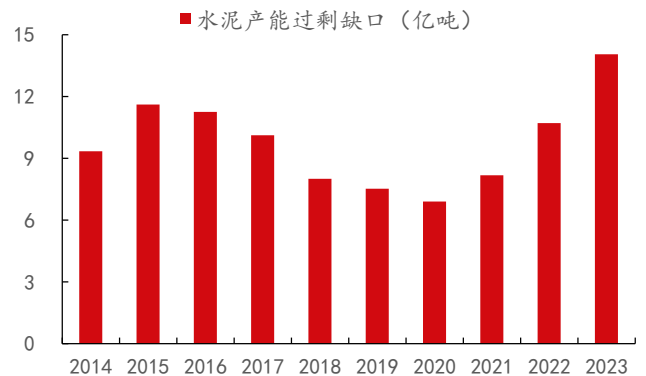
资料来源: 中国水泥网信息中心、全国能源信息平台、中证网、水泥网、云财经、数字水泥网、中国水泥协会、国联证券研究所

图表16: 水泥熟料产能利用率



资料来源: 数字水泥网、中国水泥协会、国联证券研究所

图表17: 水泥产能过剩缺口测算



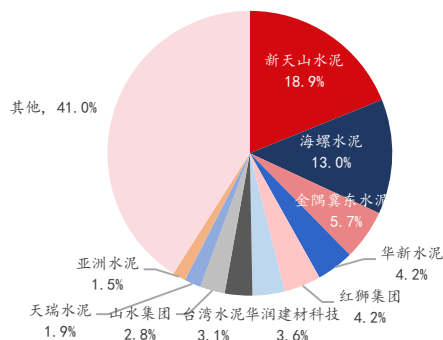
资料来源: 中国水泥网信息中心、全国能源信息平台、中证网、水泥网、云财经、数字水泥网、中国水泥协会、Wind、国联证券研究所

2023 年整体错峰生产调节力度小幅加强, 但南方、北方表现有一定差异, 错峰生产对行业景气度呵护效果在减弱。2023 年水泥行业加大错峰生产力度, 根据卓创资讯, 全国错峰天数为 4,044 天, 同比+88 天。南方错峰生产调节力度有所加大, 西南/华东/中南 2023 年错峰天数分别 935/644/645 天, 分别 yoy+75/+43/+35 天; 北方错峰力度有所减弱, 西北/东北/华北 2023 年错峰天数分别为 765/535/520 天, yoy-5/-35/-25 天。

1.4 集中度: 近年基本稳定, 2023 年 TOP10 市场份额为 59.0%

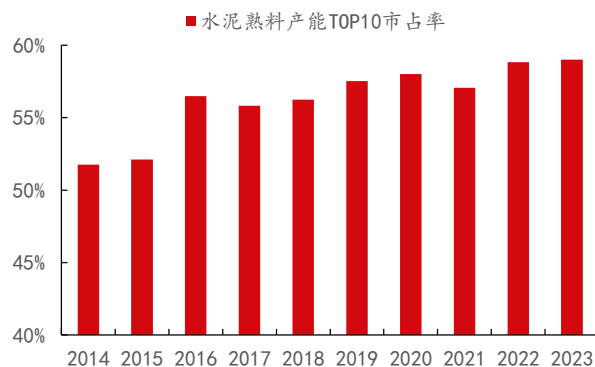
2023 年水泥 TOP10 企业市场份额 yoy+0.2pct 至 59.0%, 水泥供给格局近年基本稳定。近 10 年水泥行业集中度持续提升, 根据国内新型干法水泥熟料设计产能口径, 2023 年国内水泥行业 top10 市占率为 59.0%, yoy+0.2pct, 较 2014 年提升 7.3pct。2023 年前十大水泥企业分别为新天山水泥/海螺水泥/金隅冀东水泥/华新水泥/红狮集团/华润建材科技/台湾水泥/山水集团/天瑞水泥/亚洲水泥, 年产能分别为 3.40/2.35/1.03/0.77/0.76/0.66/0.56/0.51/0.34/0.27 亿吨, 市占率分别为 18.9%/13.0%/5.7%/4.2%/4.2%/3.6%/3.1%/2.8%/1.9%/1.5%。2016 年以来水泥 top10 市场份额呈提升态势但节奏不快, 核心的约束或源于行业严格的产能置换政策执行, 同时兼并购事件偏少。应注意, 中小企业资金实力等或并不弱, 一个数据佐证, 2023 年国内水泥熟料新投产年产能 2,353 万吨, 其中 TOP10 外企业投产规模为 1,035 万吨, 占比约 44%。

图表18：2023年水泥TOP10市占率为59.0%（国内新型干法水泥熟料产能口径，不含国外）



资料来源：中国水泥网信息中心、国联证券研究所

图表19：近10年水泥市场集中度持续提升



资料来源：中国水泥网信息中心、国联证券研究所

图表20：2023年国内水泥熟料新投产生产线明细

序号	区域	省份	企业名称	所属集团	熟料线产能 (万吨/年)	投产时间
1	西北	宁夏	宁夏青铜峡水泥股份有限公司		124	2023/3/10
2	西南	贵州	都匀上峰西南水泥有限公司		124	2023/5/12
3	西北	宁夏	吴忠赛马新型建材有限公司	中国建材集团	155	2023/7/19
4	华东	安徽	滁州中联水泥有限公司		155	2023/9/28
5	华东	江苏	江苏宜城南方水泥有限公司		233	2023/10/31
6	西南	贵州	水城海螺盘江水泥有限责任公司	海螺水泥	124	2023/6/13
7	华南	广东	广东清新水泥有限公司		155	2023/12/22
8	东北	吉林	冀东水泥磐石有限责任公司	金隅冀东	140	2023/4/28
9	华中	湖南	湖南良田水泥有限公司	华润水泥	155	2023/8/31
10	华东	江西	高安田南红狮水泥有限公司	红狮集团	124	2023/1/31
11	华东	山东	平阴山水水泥有限公司	山水集团	155	2023/3/12
12	华南	广西	广西华宏水泥股份有限公司	和泰	155	2023/2/27
13	华南	广东	河源和兴水泥有限公司	光大	124	2023/3/5
14	华中	湖南	湖南理意城市固体废物绿色循环利用产业有限公司	-	124	2023/4/20
15	华中	湖北	阳新娲石绿色建材有限公司	-	192	2023/5/31
16	华南	广西	广西桂民投珍珠水泥有限公司	珍珠	155	2023/6/11
17	西南	重庆	重庆市富丰水泥集团特种水泥有限公司	-	154	2023/8/3
18	华东	山东	山东泉兴水泥有限公司	泉兴	124	2023/9/28
19	中南	河南	河南省环山环保科技有限公司	-	171	2023/10/31
20	西南	重庆	东方希望重庆水泥有限公司	东方希望	99	2023/11/23
总计					2941	

资料来源：卓创资讯、国联证券研究所

2. 样本企业 2024Q1 整体亏损，资本开支减少分红率提升

2.1 2023 年收入延续负增，样本企业 2024Q1 整体近年首亏

样本企业 2023 年收入延续负增、盈利压力持续加大，2024Q1 样本企业整体近年

首次亏损。样本水泥企业 2023 年收入为 3,781 亿元，yoy-6%；2023Q4/2024Q1 收入分别为 1,028/587 亿元，分别 yoy-11%/-25%。样本水泥企业 2023 年归母净利润为 154 亿元，yoy-41%；2023Q4/2024Q1 归母净利润分别为 30/-15 亿元，分别 yoy-0%/由正转负。其中 2023Q4 天山股份有较多非经常性额外收益。整体来看，2023 年主要水泥企业经营压力持续加大、同时 2024Q1 全行业压力继续加大且大部分企业呈亏损态势。14 家样本企业中 2023Q1-2024Q1 单季归母净利为正企业数量分别为 8、10、10、8、5 家，传统淡旺季影响之外，该数据亦直观的显示了持续增加的行业盈利压力。

部分企业受益区域景气度差异及新业务额外贡献。企业收入盈利增长方面有一定差异，部分源于其主要产能服务区域的水泥需求景气度有一定分化（如新疆、西藏基建投资景气度均较好，较好的需求景气度对当地代表水泥企业青松建化、西藏天路收入利润表现形成良好支撑，2023FY 青松建化、西藏天路收入分别 yoy +20%、+6%，归母净利分别 yoy +12%、-8%），另一方面部分企业新业务积极贡献较好（如华新水泥海外水泥及国内骨料/混凝土业务高增贡献较多额外收入及利润、宁夏建材的数字物流业务高增贡献可观收入增量）。

图表21：水泥上市公司营业收入情况

上市公司	营业收入（亿元）						营收YOY					
	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
海螺水泥	1,410.0	313.7	340.7	336.1	419.6	213.3	7%	23%	11%	16%	-10%	-32%
天山股份	1,073.8	223.8	310.6	269.4	269.9	163.5	-19%	-21%	-16%	-19%	-21%	-27%
华新水泥	337.6	66.3	92.0	83.3	95.9	70.8	11%	1%	17%	12%	11%	7%
冀东水泥	282.4	51.8	93.0	78.6	58.9	33.4	-18%	4%	-22%	-25%	-18%	-36%
宁夏建材	104.1	11.4	31.2	32.2	29.2	15.7	20%	16%	25%	8%	34%	37%
万年青	81.9	19.5	21.5	18.8	22.1	12.7	-27%	-29%	-31%	-26%	-24%	-35%
上峰水泥	64.0	13.9	18.2	16.7	15.2	9.1	-10%	-7%	-11%	3%	-23%	-35%
塔牌集团	55.3	13.1	15.6	12.5	14.2	9.9	-8%	5%	16%	-18%	-26%	-24%
青松建化	44.9	6.2	15.3	14.3	9.2	4.9	20%	21%	-4%	13%	137%	-21%
西藏天路	40.9	5.3	12.4	10.4	12.8	3.1	6%	-23%	-3%	28%	21%	-43%
福建水泥	20.5	4.5	5.8	4.7	5.6	3.4	-21%	-13%	-15%	-33%	-20%	-23%
西部建设	228.6	40.6	67.4	55.4	65.2	40.5	-8%	-13%	-6%	-13%	-2%	0%
四方新材	19.9	4.2	5.4	5.0	5.3	3.2	20%	36%	25%	14%	11%	-23%
海南瑞泽	17.1	3.6	4.3	4.4	4.9	3.5	-11%	-24%	-19%	9%	-8%	-2%
水泥板块	3,780.9	778.0	1,033.4	941.8	1,027.8	587.1	-6%	-1%	-5%	-5%	-11%	-25%

资料来源：Wind、国联证券研究所

图表22: 水泥上市公司归母净利润情况

上市公司	归母净利润 (亿元)						归母净利润YOY					
	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
海螺水泥	104.3	25.5	39.2	22.0	17.6	15.0	-33%	-48%	20%	-15%	-46%	-41%
天山股份	19.7	-12.3	13.7	-0.9	19.1	-19.2	-57%	-220%	44%	-116%	-292%	-56%
华新水泥	27.6	2.5	9.4	6.8	8.9	1.8	2%	-63%	3%	7%	-87%	-28%
冀东水泥	-15.0	-7.9	4.2	0.5	-11.8	-11.0	-210%	-240%	-69%	-91%	-325%	-39%
宁夏建材	3.0	0.1	1.5	1.4	0.1	-0.2	-44%	-56%	-61%	-35%	-108%	-339%
万年青	2.3	0.9	1.7	0.4	-0.8	-0.1	-41%	-56%	-38%	-44%	-55%	-110%
上峰水泥	7.4	1.7	3.6	1.7	0.4	0.1	-22%	-49%	-2%	22%	-57%	-92%
塔牌集团	7.4	2.3	2.5	1.3	1.3	1.5	-79%	-342%	-107%	-284%	-21%	-36%
青松建化	4.6	0.1	2.6	2.4	-0.4	-0.1	12%	-82%	5%	52%	-366%	-298%
西藏天路	-5.4	-0.8	-1.5	-0.3	-2.7	-0.7	-8%	-50%	-76%	53%	-1%	-13%
福建水泥	-3.2	-1.0	-0.3	-0.9	-0.9	-0.8	-33%	-107%	20%	14%	-115%	-16%
西部建设	6.4	-0.6	2.3	1.9	2.9	-1.1	17%	-285%	-35%	-5%	-150%	-87%
四方新材	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.1	0.2	-13%	-58%	-201%	-1735%	-105%	-18%
海南瑞泽	-5.1	-0.3	-0.7	-0.1	-4.0	-0.2	-3%	-737%	44%	-109%	21%	37%
水泥板块	154.3	10.3	78.1	36.2	29.7	-14.9	-41%	-85%	-30%	-26%	0%	-245%

资料来源: Wind、国联证券研究所

图表23: 水泥上市公司毛利率情况

上市公司	毛利率						毛利率同比变化 (pct)					
	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
海螺水泥	16.6%	16.5%	22.1%	16.2%	12.4%	17.7%	-4.7	-14.9	-4.0	-3.2	-1.5	1.2
天山股份	16.2%	10.3%	18.5%	15.1%	19.5%	7.8%	0.1	-8.5	0.4	2.0	5.1	-2.5
华新水泥	26.7%	20.2%	27.4%	30.0%	27.7%	21.9%	0.5	-6.1	-2.0	3.6	4.6	1.7
冀东水泥	11.8%	5.0%	17.3%	17.4%	1.4%	-2.3%	-8.7	-15.6	-7.6	-0.8	-14.9	-7.3
宁夏建材	7.0%	4.6%	9.5%	9.0%	3.0%	1.7%	-6.2	-3.7	-12.4	-3.3	-3.6	-2.9
万年青	18.4%	18.4%	23.7%	14.9%	16.4%	14.6%	1.0	-3.2	5.8	0.1	0.8	-3.7
上峰水泥	27.7%	26.3%	32.4%	23.9%	27.6%	22.4%	-5.9	-14.8	-2.9	-11.7	3.1	-4.0
塔牌集团	26.3%	23.3%	31.8%	23.5%	25.4%	24.5%	9.3	-0.1	14.1	14.7	6.6	1.3
青松建化	24.8%	12.6%	26.9%	31.2%	19.4%	13.3%	-1.8	-5.0	0.5	7.4	-28.4	0.6
西藏天路	9.4%	4.8%	12.4%	18.9%	0.7%	6.1%	4.7	-3.4	3.6	13.0	4.1	1.4
福建水泥	-6.6%	-11.3%	-2.0%	-9.1%	-5.3%	-12.5%	-5.7	-15.0	-2.1	-9.2	0.8	-1.2
西部建设	11.3%	6.6%	11.3%	11.8%	13.9%	4.9%	0.8	-0.9	-1.5	0.1	4.9	-1.6
四方新材	13.8%	12.8%	9.3%	16.6%	16.8%	15.5%	-0.1	-5.5	-6.1	4.5	5.3	2.7
海南瑞泽	15.5%	19.3%	16.9%	18.4%	8.9%	20.0%	3.4	5.4	3.5	5.6	0.0	0.7

资料来源: Wind、国联证券研究所

图表24：水泥上市公司归母净利率情况

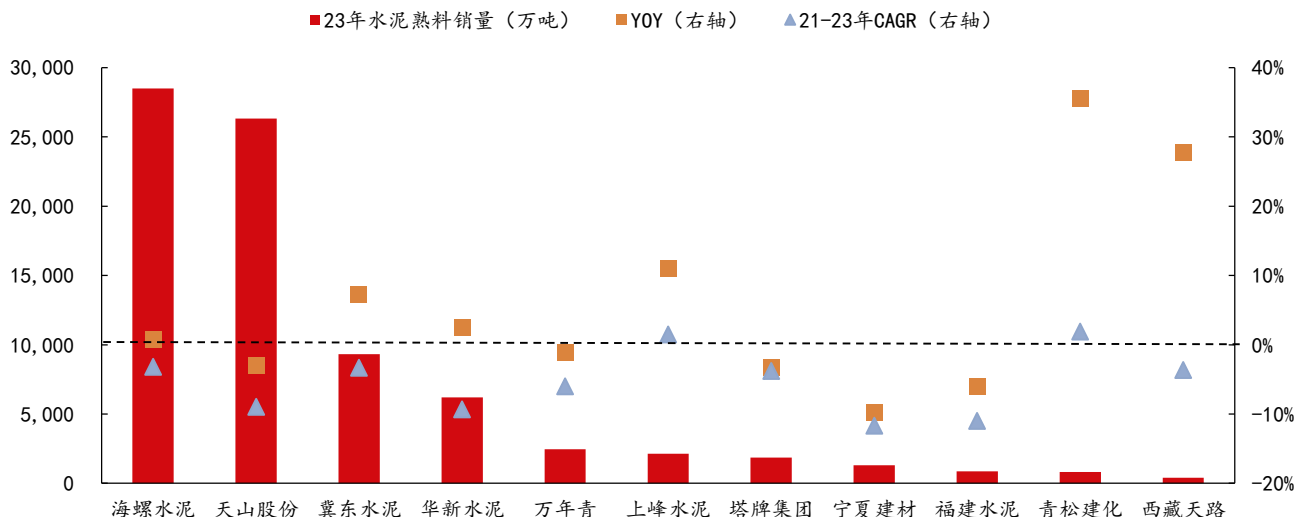
上市公司	归母净利率						归母净利率同比变化 (pct)					
	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
海螺水泥	7.4%	8.1%	11.5%	6.6%	4.2%	7.0%	-4.5	-11.2	-4.4	-2.3	-2.8	-1.1
天山股份	1.8%	-5.5%	4.4%	-0.3%	7.1%	-11.8%	-1.6	-9.1	-2.2	-2.1	5.7	-6.3
华新水泥	8.2%	3.7%	10.3%	8.2%	9.3%	2.5%	-0.7	-6.5	-1.4	-0.4	3.3	-1.2
冀东水泥	-5.3%	-15.3%	4.6%	0.6%	-20.0%	-32.9%	-9.2	-10.6	-7.0	-4.1	-16.1	-17.6
宁夏建材	2.9%	0.6%	4.6%	4.3%	0.2%	-1.0%	-3.3	-0.9	-10.1	-2.8	3.4	-1.6
万年青	2.8%	4.7%	8.1%	2.2%	-3.6%	-0.7%	-0.6	-2.9	-1.0	-0.7	2.5	-5.4
上峰水泥	11.6%	12.4%	19.7%	10.1%	2.9%	1.6%	-1.7	-10.5	1.9	1.5	-2.3	-10.8
塔牌集团	13.4%	17.7%	16.2%	10.3%	9.0%	15.0%	9.0	13.5	7.1	14.9	0.5	-2.7
青松建化	10.3%	1.1%	17.1%	16.8%	-4.9%	-2.9%	-0.8	0.7	1.5	5.1	-9.3	-4.0
西藏天路	-13.1%	-15.9%	-12.2%	-3.3%	-20.9%	-24.0%	-0.2	-7.8	-5.5	8.2	4.0	-8.1
福建水泥	-15.7%	-22.6%	-5.5%	-20.3%	-17.1%	-24.8%	-6.4	-13.1	0.4	-4.6	-10.7	-2.3
西部建设	2.8%	-1.5%	3.4%	3.4%	4.4%	-2.8%	0.6	-2.2	-1.5	0.3	4.9	-1.3
四方新材	0.7%	3.1%	-3.8%	2.5%	1.5%	4.7%	6.5	-7.0	-8.6	2.7	32.6	1.5
海南瑞泽	-29.6%	-7.3%	-15.6%	-2.7%	-82.5%	-4.7%	-4.0	-8.1	6.5	-34.7	13.9	2.5

资料来源：Wind、国联证券研究所

2.2 2023 年吨净利 yoy-4 元至 21 元，青松建化/海螺/塔牌排序前三

海螺水泥和天山股份产能及销量领先优势较大，冀东/华新次之，其他样本企业 2023 年销量均低于 0.30 亿吨。海螺水泥和天山股份产能及销量领先优势较大，2023 年两企业销量（主要为水泥和熟料对外销售，不含内部抵消，下同）分别为 2.85、2.63 亿吨，分别 yoy+0.7%、-3.0%。冀东水泥、华新水泥均超 0.50 亿吨，2023 年销量分别为 0.93、0.62 亿吨，分别 yoy+7.3%、+2.5%。产能规模较大的企业市场覆盖相对更广，受个别市场影响稍小近年销量变动幅度相对较小，其销量变动更多与主要区域水泥需求变动一致。其他样本企业 2023 年销量均低于 0.30 亿吨。

图表25：2023 年水泥上市公司销量及变化

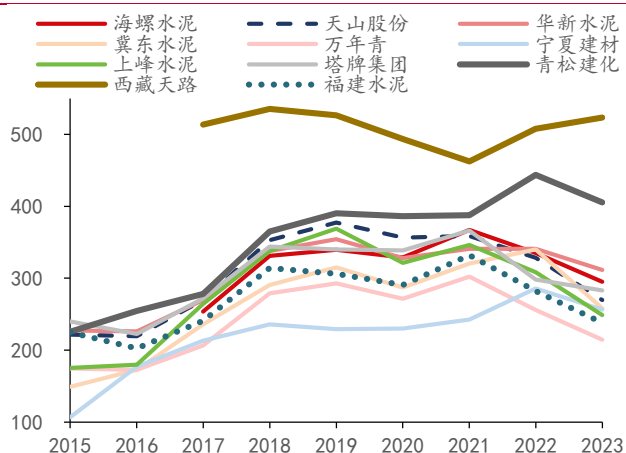


资料来源：Wind、国联证券研究所

注：销量口径为水泥和熟料对外销售量的总和

大部分样本企业 2023 年水泥吨毛利/净利均下降，持续压减成本费用为样本企业共同选择，吨净利 TOP5 分别为青松建化、海螺水泥、塔牌集团、华新水泥、宁夏建材，海螺吨毛利/吨净利分别高于样本企业均值 18 元/34 元，差异有所减小。从水泥单吨售价来看，大部分水泥企业单吨售价变动趋势一致，2023 年单吨售价同比下降 15-82 元不等，其中西藏天路和青松建化单吨售价明显高主要源于其较聚焦的区域覆盖，各自产能主要在西藏和新疆。从水泥单吨毛利来看，大部分企业 2023 年单吨毛利同比下降 3-45 元不等，其中 2023 年塔牌集团单吨毛利同比+25 元/+54%，主要源于较聚焦的市场覆盖及出清低效产能/精准营销等积极效果；2023 年样本企业单吨毛利 TOP5 分别为青松建化、西藏天路、华新水泥、海螺水泥、塔牌集团，2023 年分别为 138、85、81、76、73 元，yoy 分别为-13、+59、-3、-20、+25 元。从水泥单吨费用来看，大部分企业 2023 年单吨费用延续小幅下降。从水泥单吨净利来看，单吨净利和单吨毛利变动趋势基本一致；2023 年样本企业单吨净利 TOP5 分别为青松建化、海螺水泥、塔牌集团、华新水泥、宁夏建材，2023 年分别为 97、55、48、41、35 元，yoy 分别为+6、-17、+23、-4、-17 元。11 家样本水泥企业 2023 年吨毛利、吨净利均值分别为 57 元、21 元，yoy 分别为-7 元、-4 元；两个指标标准差分别为 40 元、39 元，较 2022 年分别-0 元、-5 元，显示企业间表观盈利情况有一定收窄。海螺 2023 年吨毛利、吨净利分别高于均值 18 元、34 元，yoy 分别-13 元、-13 元，海螺盈利延续高于行业平均水平表现，但 2023 年表观盈利优势同比有所收窄。

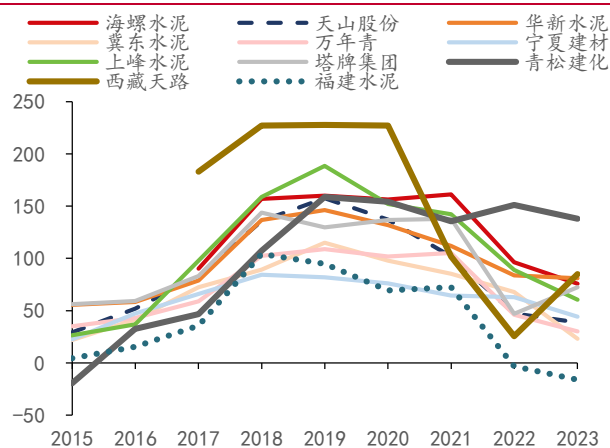
图表26：水泥企业水泥熟料单吨售价（元）



资料来源：Wind、各公司年报、国联证券研究所

注：1. 单吨售价=水泥和熟料对外销售收入/销量；
2. 海螺水泥、西藏天路未披露 2015-2016 年销量数据。

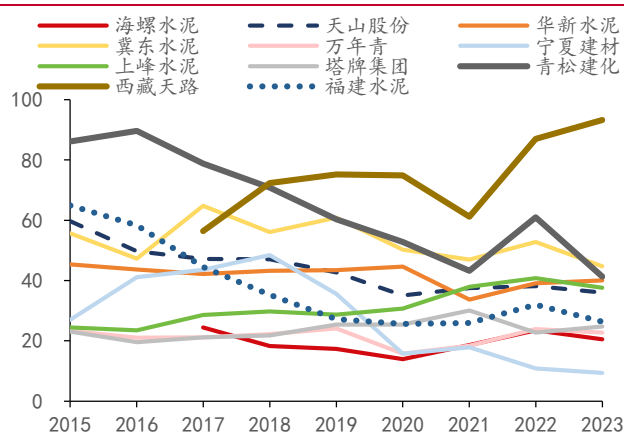
图表27：水泥企业水泥熟料单吨毛利（元）



资料来源：Wind、各公司年报、国联证券研究所

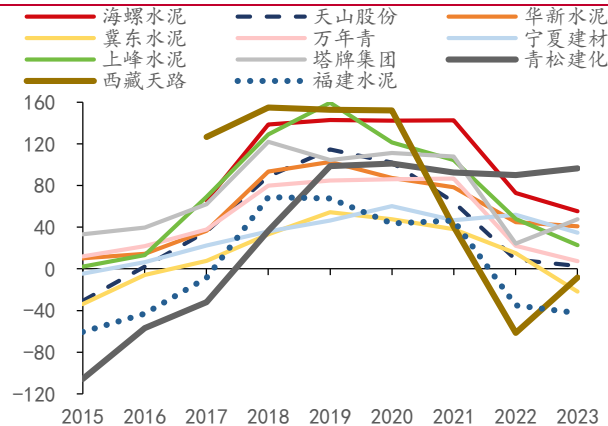
注：1. 单吨毛利=水泥和熟料对外销售毛利/销量；
2. 海螺水泥、西藏天路未披露 2015-2016 年销量数据；
3. 2021 年会计准则进行调整，运费从销售费用科目移至销售成本科目。

图表28: 水泥企业水泥熟料单吨费用(元)



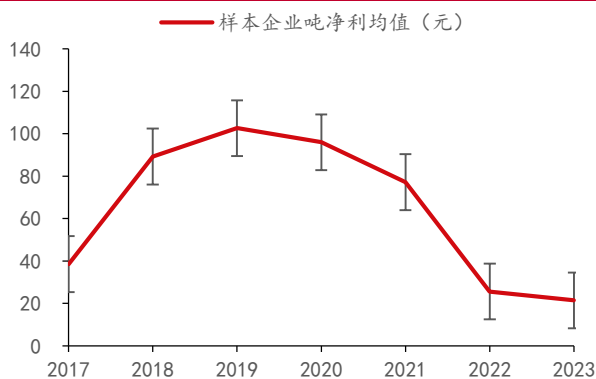
资料来源: Wind、各公司年报、国联证券研究所
注: 1. 单吨费用=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)*水泥熟料对外销售收入/营业总收入/销量;
2. 海螺水泥、西藏天路未披露2015-2016年销量数据;
3. 2021年会计准则进行调整, 运费从销售费用科目移至销售成本科目。

图表29: 水泥企业水泥熟料单吨净利(元)



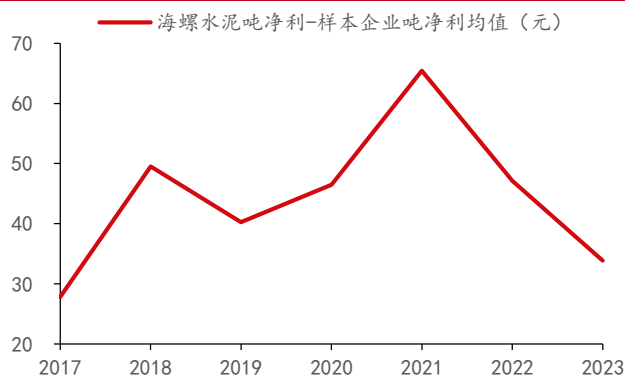
资料来源: Wind、各公司年报、国联证券研究所
注: 1. 单吨净利=单吨毛利-单吨费用;
2. 海螺水泥、西藏天路未披露2015-2016年销量数据。

图表30: 样本企业吨净利均值



资料来源: Wind、各公司年报、国联证券研究所
注: 数据使用测算表观吨净利进行计算, 或与实际情况有所出入

图表31: 海螺水泥与样本企业平均吨净利的差值



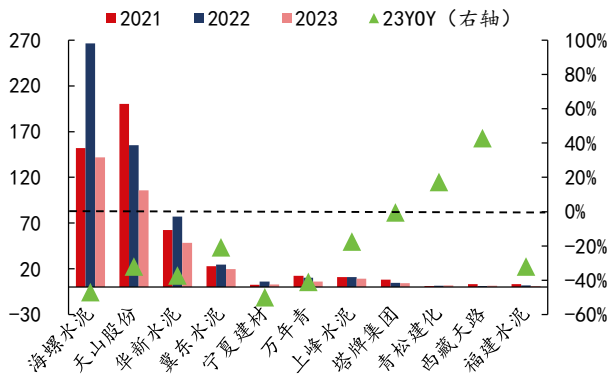
资料来源: Wind、各公司年报、国联证券研究所
注: 数据使用测算表观吨净利进行计算, 或与实际情况有所出入

2.3 2023年企业资本开支继续减少, 塔牌集团分红比率持续较快提升

2023 样本水泥企业资本性支出同比减少较多, 资本性支出部分用于拓展新业务/新市场, 中小企业主要用于产能置换以及技改优化。盈利持续承压的背景下, 2023 年大部分样本水泥企业资本性支出同比 2022 年继续呈减少态势, 样本企业 2023 年整体资本性支出为 343 亿元, 同比-217 亿元。海螺/天山/华新资本支出规模排序前三, 2023 年其资本支出分别为 142/106/49 亿元, yoy 分别-125/-50/-29 亿元 (vs 冀东水泥/万年青/宁夏建材/青松建化 2023 年资本支出分别为 20/6/3/2 亿元, yoy 分别-5/-4/-3/+0 亿元)。样本水泥企业经营现金流总体表现较好 (如 2023 年海螺/天山/华新经营活动现金流量净额分别为 201/170/62 亿元, 同比分别+108%/+11%/+37%), 为其业务拓展提供有力支撑。近年水泥企业资本开支主要应用于四方面: (1) 水泥熟料产能置换项目, 或并购支出; (2) 产业链延伸, 新建骨料/商混产能; (3) 龙头企业拓展新业务/新市场, 比如海螺水泥拓展光伏电站/光伏玻璃业务, 华新水泥布局海外水泥产能; (4) 技术改造/优化升级。龙头企业资金实力雄厚, 围绕水泥主业积极

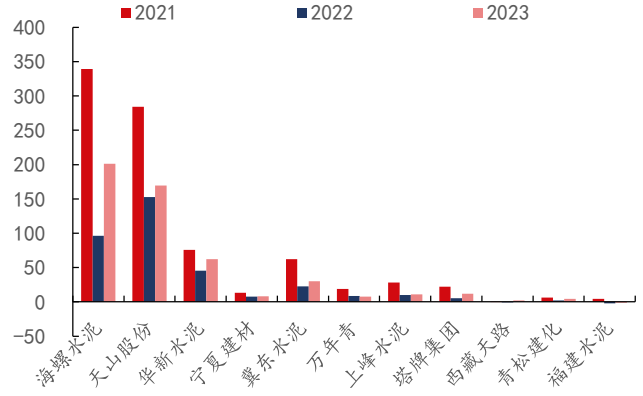
拓展新业务和新市场；中小企业资本开支或以产能置换项目以及技改优化为主。

图表32：水泥企业购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（亿元）



资料来源：Wind、国联证券研究所

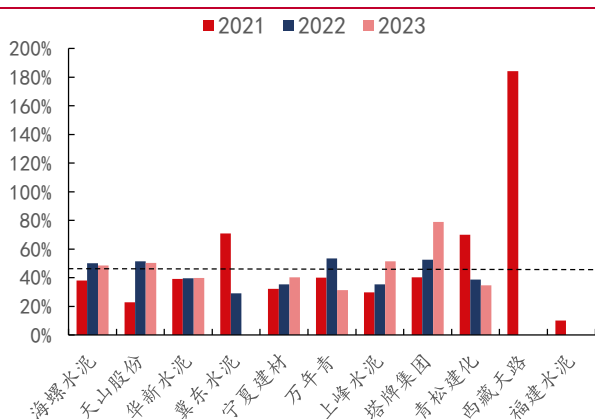
图表33：水泥企业经营活动现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind、国联证券研究所

分红比率基本稳定，塔牌集团持续提升，2023年股利支付率TOP5分别为塔牌集团、上峰水泥、天山股份、海螺水泥、宁夏建材。除万年青/塔牌集团之外，2023年水泥企业分红比例基本保持稳定；塔牌集团2023年分红比率提升26pct至79%。2023年分红比率TOP5为塔牌集团、上峰水泥、天山股份、海螺水泥、宁夏建材，分别为79%、51%、50%、49%、40%，yoy分别+26、+16、-1、-2、+5pct。按照2023/5/10收盘价计，2023年分红对应当前股息率TOP5分别为塔牌集团、上峰水泥、海螺水泥、华新水泥、青松建化，分别为7.0%、5.7%、4.0%、3.6%、2.7%。

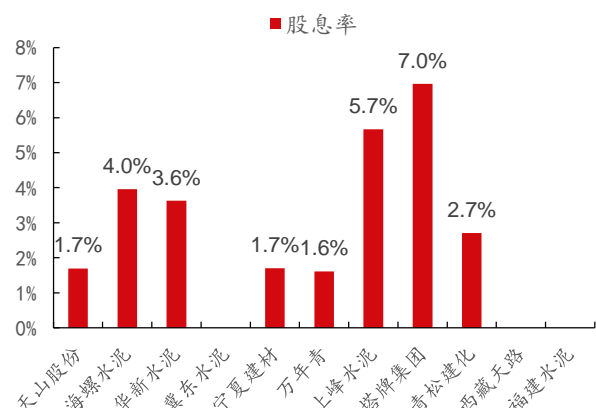
图表34：水泥上市公司股利支付率



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：1. 西藏天路和福建水泥2022年和2023年不进行利润分配；
2. 冀东水泥未公布2023年权益分配方案。
3. 图中虚线代表样本企业平均股利支付率，数值为47%。

图表35：水泥上市公司股息率



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：1. 股息率=2023年拟安排每股股利/每股价格；每股价格选取2024/5/10收盘价。
2. 西藏天路和福建水泥2023年不进行利润分配，冀东水泥未公布2023年权益分配方案。

3. 投资建议：行业筑底，关注政策/企业等积极变化

展望2024年，水泥需求或将持续筑底，行业景气度将持续承压，结合长周期历

史复盘，当前阶段或接近行业底部区域盈利水平，建议更多关注政策、行业、企业多方面积极变化。政策方面建议关注支撑供给持续出清的后续相关内容；行业层面关注企业区域协同、行业兼并购优化供给格局等；企业方面关注新业务/出海方面布局进展及重要增量贡献。建议关注盈利接近底部区域/潜在政策或有积极影响的区域水泥龙头。

4. 风险提示

原材料价格上涨风险：煤炭是水泥生产主要原材料，如果煤炭价格上涨，对水泥盈利产生较大影响。

房企信用风险蔓延风险：如果房企信用风险蔓延，地产景气度将持续下行，对水泥需求的拖累将会持续。

市场竞争加剧风险：如果水泥市场竞争加剧，价格战可能会更加激烈，水泥价格和盈利将继续下行。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼