

水泥

淡季需求延续疲弱，价格或已基本触底

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 林晓龙 SAC执业证书编号：S1110523050002

分析师 朱晓辰 SAC执业证书编号：S1110522120001



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

近期行业动态及核心观点：

- **近期水泥行业动态：**本周（6.5-6.9）水泥指数上涨1.39%，跑赢建材指数。本周全国水泥市场价格404元/吨，环比下降3.7元/吨。6月上旬，市场需求进入传统淡季，受降雨和高考等因素影响，水泥成交受阻，企业综合出货率环比继续下滑，水泥库存继续攀升，多数地区库存达到70%或满库状态。价格方面，在经过前期持续回落后，目前绝大多数地区水泥价格已接近成本线或亏损，价格回落幅度有所收窄，鉴于市场进入淡季，水泥需求低迷将会持续两个月左右，我们预计后期水泥价格多将会底部徘徊为主。
- **核心观点：**我们认为当前水泥股估值或已反映了市场对未来盈利的悲观预期，但对供需逐步改善的趋势有所忽视。需求端，市场对基建复苏情况较为乐观，但对地产开工端预期仍然不高，供给端，市场担心在经历22年价格战之后，企业间份额竞争持续加剧，但我们认为年后水泥供需两端均出现向好发展趋势（地产销售有所恢复，水泥价格开始上调），二季度以来受雨水天气、资金等问题影响，需求略不及预期，但随着错峰力度加大，水泥价格有望逐步企稳。水泥股自22Q4低点至今的涨幅明显低于其他建材股，当前估值处在相对底部区域且具有较高股息率。分区域看，我们测算未来若中吉乌铁路开工或将对区域水泥需求带来可观增量，关注新疆地区投资机会。
- **重点推荐标的：**一是区域供需格局较优，首选新疆地区，推荐**新疆区域龙头【青松建化】**，二是公司自身第二增长极优势明显，成长性较好，推荐**【华新水泥】、【上峰水泥】**，推荐数字化转型的**【宁夏建材】**。**混凝土减水剂成长性更优，推荐【苏博特】、【垒知集团】**。

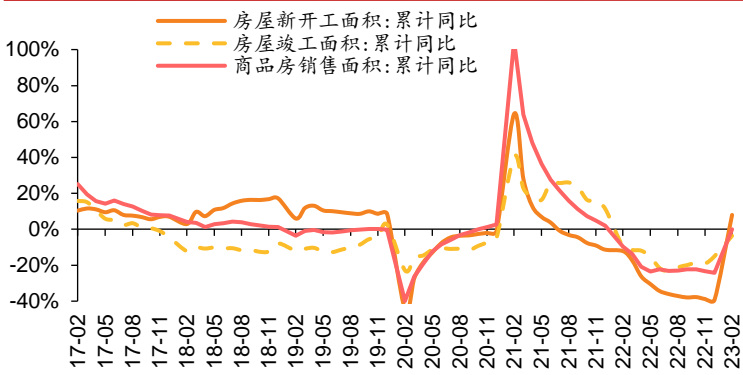
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格	归母净利润（亿元）				EPS				PE				PB				股息率		
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E	2020	2021	2022
600585.S																						
H	海螺水泥	1,389	26.21	332.7	156.6	183.2	199.4	6.28	2.96	3.46	3.76	4.18	8.87	7.58	6.97	0.76	0.76	0.71	0.67	8.1%	9.1%	5.6%
600425.S																						
H	青松建化	81	5.04	3.1	4.2	6.1	7.7	0.20	0.26	0.38	0.48	25.68	19.47	13.36	10.56	1.61	1.54	1.24	1.11	0.0%	3.2%	2.0%
000401.S																						
Z	冀东水泥	206	7.76	28.1	13.6	20.2	25.2	1.06	0.51	0.76	0.95	7.34	15.19	10.21	8.17	0.65	0.67	0.62	0.61	6.4%	9.7%	1.9%
000672.SZ	上峰水泥	95	9.79	21.8	9.5	14.1	17.0	2.24	0.98	1.45	1.76	4.37	9.99	6.75	5.56	1.15	1.13	1.01	0.86	8.7%	8.2%	3.6%
000789.S																						
Z	万年青	64	8.08	15.9	3.9	4.7	7.7	2.00	0.49	0.79	0.97	4.04	16.49	10.23	8.33	0.87	0.93	0.84	0.79	8.7%	9.9%	3.2%
000877.S																						
Z	天山股份	755	8.72	125.3	45.4	61.4	76.0	1.45	0.52	0.71	0.88	6.03	16.63	12.29	9.91	0.99	0.92	0.89	0.85	5.5%	3.8%	3.1%
002233.SZ	塔牌集团	94	7.85	18.4	2.7	6.0	7.0	1.54	0.22	0.51	0.58	5.10	35.16	15.53	13.53	0.80	0.83	0.81	0.78	9.6%	7.9%	1.5%
600449.S																						
H	宁夏建材	74	15.44	8.0	5.3	6.0	6.5	1.68	1.11	1.25	1.35	9.21	13.96	12.38	11.44	1.09	1.05	0.98	0.92	4.3%	3.5%	2.5%
600801.S																						
H	华新水泥	276	13.17	53.6	27.0	34.4	41.8	2.56	1.29	1.64	2.00	5.15	10.23	8.02	6.59	1.03	1.01	0.92	0.83	8.2%	7.6%	3.9%
603916.S																						
H	苏博特	55	13.19	5.3	2.9	4.2	5.4	1.27	0.69	1.00	1.30	10.40	19.25	13.19	10.15	1.41	1.32	1.25	1.13	2.7%	2.7%	2.3%
002398.SZ	垒知集团	41	5.72	2.7	2.1	3.4	4.2	0.38	0.29	0.48	0.58	15.07	19.44	11.88	9.86	1.20	1.13	1.06	0.96	1.4%	1.4%	1.4%

注：表中市值数据截至2023年6月9日收盘。归母净利润预测来自天风建材团队，资料来源：Wind、天风证券研究所

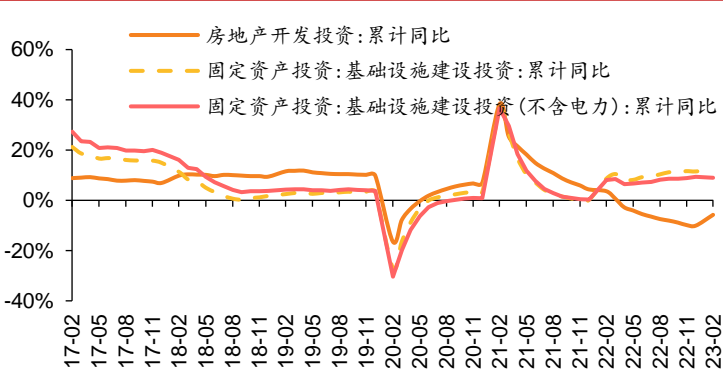
需求：中性假设下23年水泥需求有望持平

- 水泥下游主要分为基建、地产和新农村建设三部分，从历史经验来看，水泥产量和地产新开工面积的相关性更强。中性假设下23年水泥需求有望持平。
- 23年1-4月全国水泥产量5.84亿吨，同比上涨2.5%，单4月水泥产量1.94亿吨，同比+1.4%。23年1-4月狭义基建/广义基建投资增速同比分别+8.5%/9.8%，23年基建投资仍需发挥重要拉动作用，年初国常会提到推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量，23年基建端对水泥的带动作用有望更加明显。
- 地产端来看，1-4月地产开发投资同比下滑6.2%，地产销售/新开工/竣工面积同比分别-0.4%/-21.2%/+18.8%，保交楼政策有望使23年上半年竣工端基本面实现较大向上弹性，在此情况下，若销售改善，则新开工端随之改善的可能性较大，下半年地产端水泥需求恢复情况仍值得期待。

图：房地产销售、新开工、竣工面积同比增速



图：广义基建、狭义基建、房地产开发投资同比增速



表：水泥需求预测

年份	基建投资同比增速	房屋新开工面积同比增速	水泥产量同比增速
2016年	15.7%	8.1%	2.5%
2017年	13.9%	7.0%	-0.2%
2018年	1.8%	17.2%	3.0%
2019年	3.3%	8.5%	6.1%
2020年	3.4%	-1.2%	1.6%
2021年	0.2%	-11.4%	-1.2%
2022年	11.5%	-39.4%	-10.8%
2023年（乐观）	10.0%	0.0%	1.5%
2023年（中性）	8.0%	-5.0%	0.0%
2023年（悲观）	5.0%	-20.0%	-3.5%

供给：23年错峰力度继续加大，部分区域已开始规划二季度停窑计划

- 全国水泥市场需求整体偏弱，市场竞争激烈，高成本熟料线被迫停产。本周了解，山东计划提前5天执行错峰生产，河北在6月份增加15天停窑。江苏、浙江6月份计划停窑10天左右。多数地区供需严重失衡，虽然停窑力度加大，但错峰生产对价格支撑明显失效。
- **新投产产能：**6月9日，贵州水城海螺4000t/d熟料线项目计划点火投产。

图：当前西北、华北、东北错峰限产情况

区域	地区	停窑时间	停窑天数	备注
西北	陕西	2022.12.1–2023.3.10	130	采暖季100天，夏季30天，其中8月1日至20日停窑 20天。实际各厂库满停窑。
		2022.7–2022.9		
	宁夏	2022.11.1–2023.3.10	130	全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	165–180 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	2022.11.1–2022.4.10	150	采暖季120天。夏季30天，全年不少于150天。
		2022.6–2022.8		
	甘肃	2022.12.1–2023.3.10	100	采暖季错峰生产。
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。
		2023.4.25-2023.5.5	10	增加错峰天数
		2023.6.3-6.17	15	错峰生产
	山西	2022.11.5–2023.3.15	77–120	太原大气污染防治停窑以及常态化错峰。4 月 16 日开始差异化错峰，天数 20。
		2022.4.16–		
	内蒙古	2022.4.1–6.30	30	错峰天数增加 30 天，电石渣熟料线等根据通过置换相应减少天数。
		2022.11.15–2023.4.1	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。

供给： 23年错峰力度继续加大， 部分区域已开始规划二季度停窑计划

图：当前华东、中南、西南地区错峰限产情况

区域	地区	停窑时间	停窑天数	备注
华东	山东	2022.11.15–2023.3.15	120	秋冬季错峰
		2023.5.10–5.25	15	错峰停窑
		2023.6.20–7.4	15	错峰停窑
	江西	2023年	100	全年不少于 100全年不少于 100 天。一季度 40 天，二季度 20 天、4月7天、5 月 5 天。
	江苏	2023年	70	一季度计划停窑 45 天，二季度计划 20 天
	浙江	2023年	65	一季度计划停窑 35 天，4–5 月计划 12天
	安徽	2023年	30–90	一季度环巢湖地区停窑 30 天，4–5 月计划 10 天
	福建	2023年	70	一季度 45 天。二季度 25 天，其中 4 月 10 天。
中南	河南	2022.10.5–10.25	20	错峰停窑20天。
		2023.4.20–2023.5.10	20	河南省此期间临时增加 20 天错峰生产。
	湖北	2023 年	30–60	A 级企业全年错峰生产天数不得少于 30 天； B 级，或有全年协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的水泥熟料生产线适当降低水泥生产负荷， 参照 2023 年错峰生产天数不得少于 42 天执行； 其他水泥生产企业不少于 45–60天。
	湖南	2023 年	75–80	一季度长株潭及传输通道城市（岳阳市、常德市、益阳市）50 天，其他州市 45 天。 二季度停窑错峰 40 天。
	广西	2023 年	130	一季度 50 天，二、三季度 30 天，四季度 20 天。 全年不少于 130 天， 目标 150 天。
	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	2023年	130	全年不少于 130 天。 一季度 45 天， 二季度 30 天， 三季度40 天， 四季度 15 天。
	重庆	2023年	130	全年不少于 130 天。 一季度 45 天， 二季度 30 天， 三季度40 天， 四季度 15 天。
	云南	2023 年	100–150	昭通市、西双版纳州、迪庆州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 100 天； 怒江州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 130 天； 其余地区每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 150天。
	贵州	2023 年	220	全年错峰生产追加到 220 天， 其中， 一季度 60 天， 二季度 暂定 60 天。 三季度暂定 60 天， 四季度暂定 40 天
	西藏	2023 年	210	错峰生产

供给：竞合关系再修复可期，水泥价格中枢仍有望上移

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

图：各地区水泥均价（元/吨）/产能利用率（2012-2022）

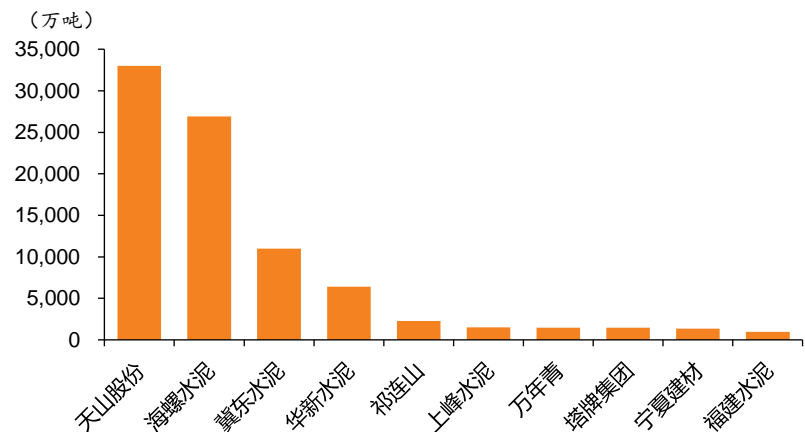
	华北		东北		华东		中南		西南		西北	
年份	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率	水泥均价	产能利用率
2012	337	62%	453	100%	347	87%	355	87%	306	74%	387	68%
2013	315	55%	429	86%	344	85%	331	91%	333	82%	367	68%
2014	301	55%	405	81%	345	88%	356	92%	350	78%	361	68%
2015	256	45%	339	59%	270	84%	291	87%	259	74%	334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

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

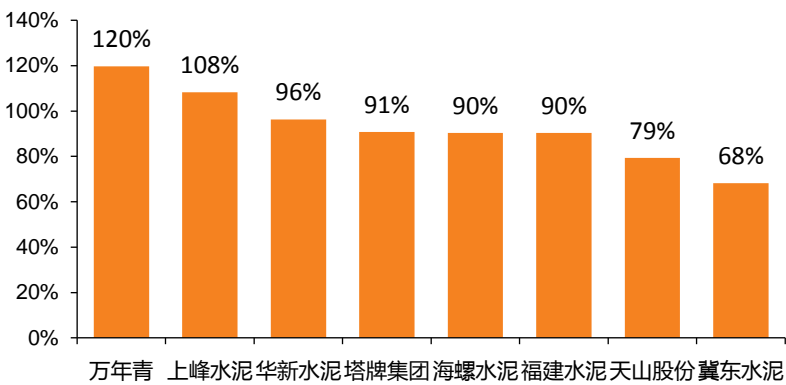
供给：未来水泥将纳入全国碳交易，小企业或面临生存危机

➤ 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，21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。

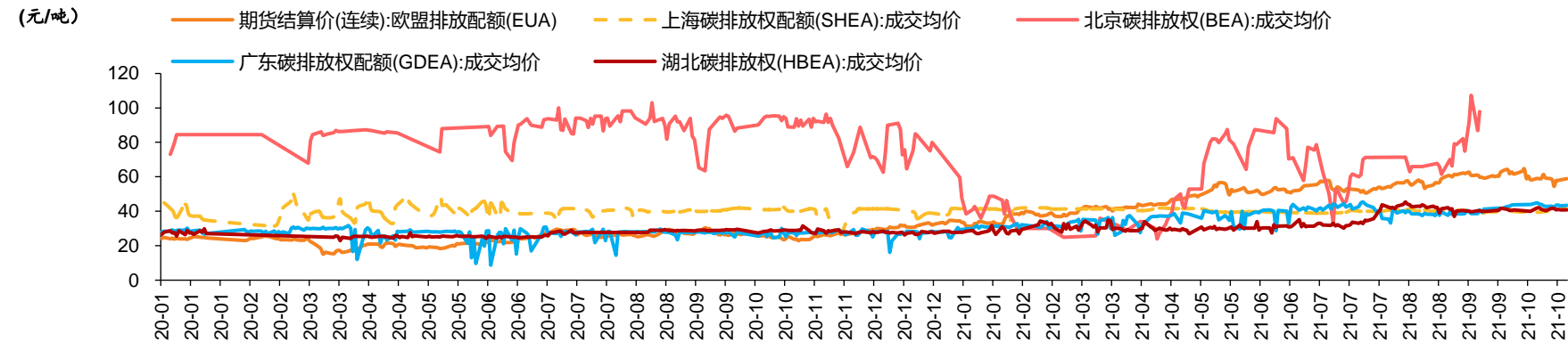
图：各主要水泥企业熟料产能



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

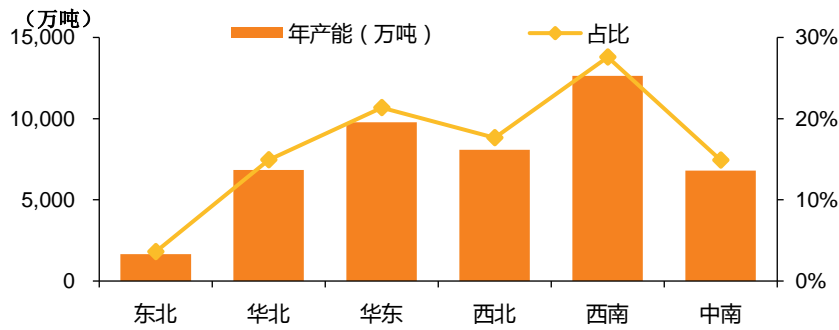
供给：政策要求25年水泥标杆产能占比超过30%，小产线加快退出

- 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，21年水泥行业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%。

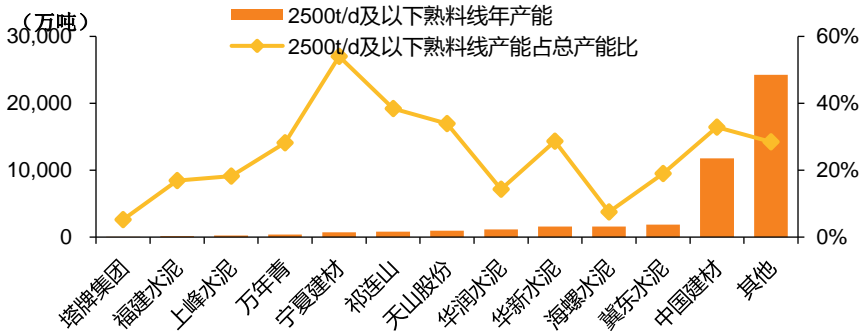
图：某头部企业不同产能规模水泥熟料生产线平均能耗情况

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

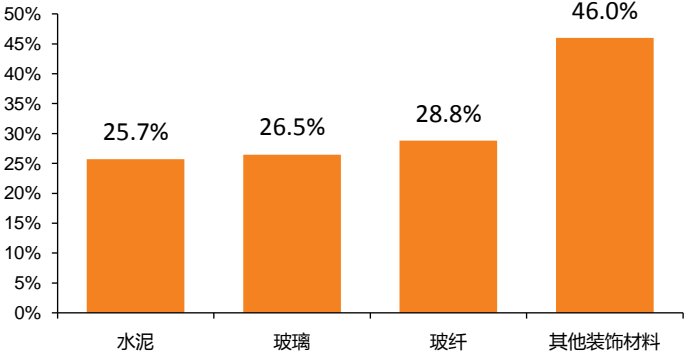


资料来源：水泥网、卓创资讯、Wind、天风证券研究所

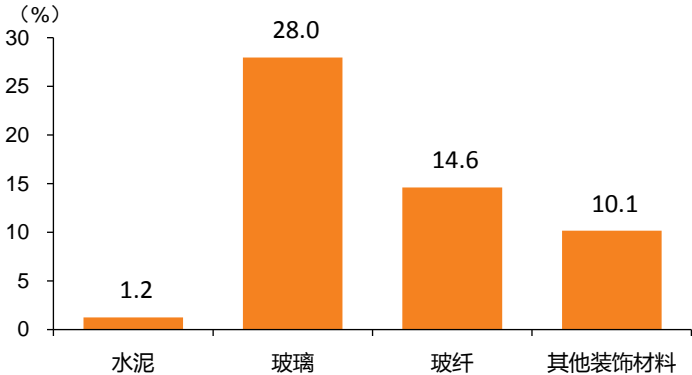
板块估值仍处低位，ROE改善或催化估值修复

水泥股反弹幅度和当前估值分位数均低于其他子板块。水泥板块22Q4至23Q1最高涨幅位居建材行业各主要子板块末位，从重点上市公司来看，水泥链相关品种自22Q4最低收盘价至23年一季度末的涨幅也明显小于其他建材龙头，反映市场当前对水泥板块预期仍然偏低。从估值情况来看，2023年3月31日水泥板块PB估值仅0.92倍，处于16年以来1.2%分位，我们认为估值向下的空间已较为有限。

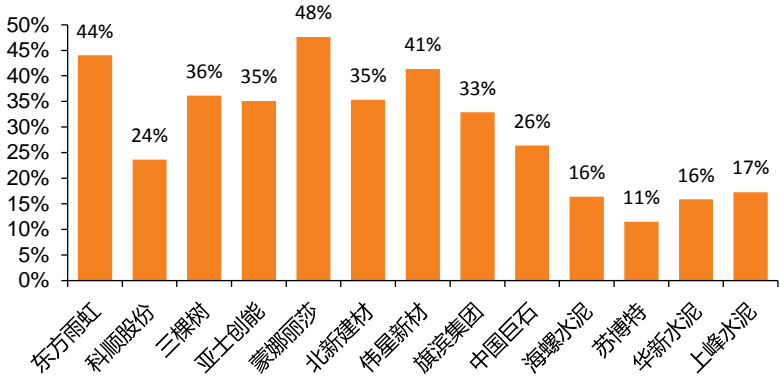
图：各板块22Q4至今最高涨幅



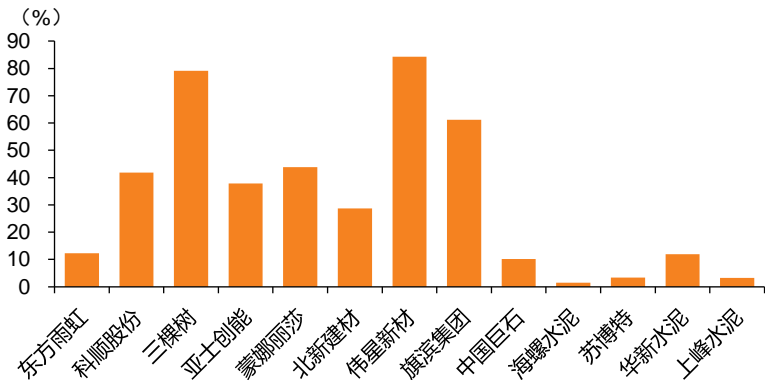
图：各板块16年以来PB估值分位数



图：重点公司22Q4最低收盘价至今涨幅



图：各上市公司16年以来PB估值分位数



资料来源：Wind，天风证券研究所

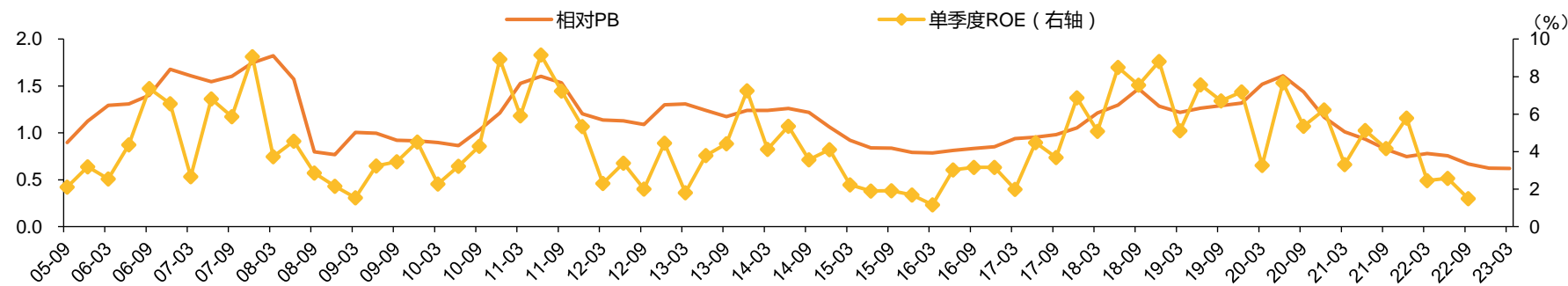
板块估值仍处低位，ROE改善或催化估值修复

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

图：2003-2022年海螺水泥ROE-PB对比分析

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

图：海螺水泥单季度相对PB与单季度ROE



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

近期水泥行情回顾（0611）

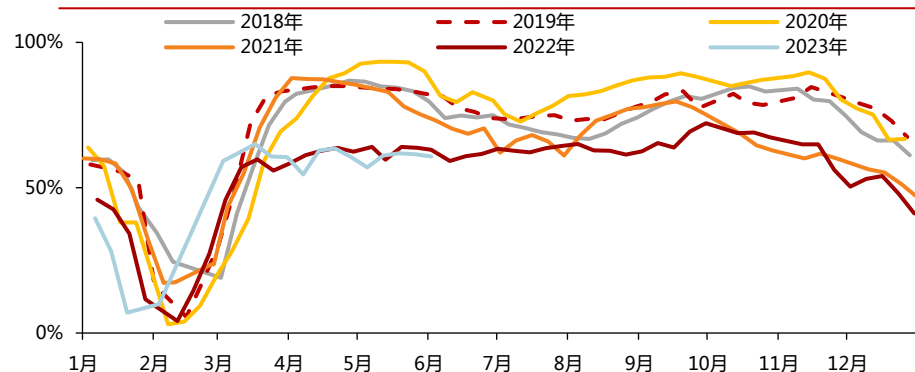
- 水泥出货率：周环比下滑6pct，华北地区跌幅较大
- 磨机开工率：周环比下降5pct，华东地区跌幅明显
- 库存：周环比上升1pct，华北、中南地区涨幅较大
- 价格：周环比下降3.7元/吨，年同比低38.9元/吨
- 水煤价差：周环比下降5元/吨，煤价略有分化

水泥出货率：周环比下滑6pct，华北地区跌幅较大

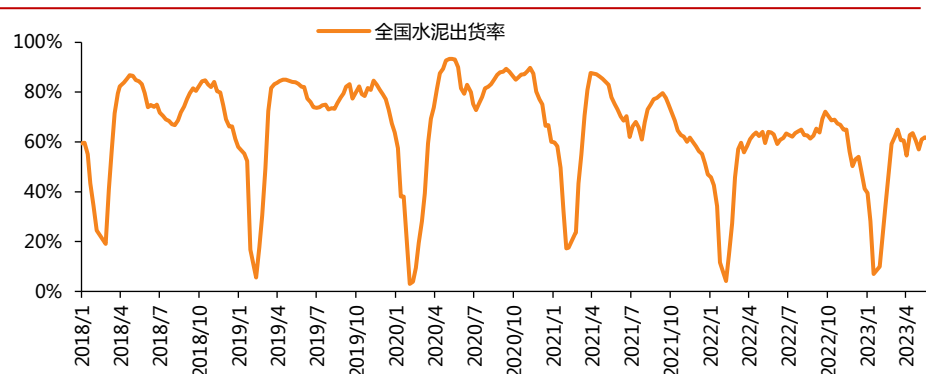
本周全国水泥出货率55%，周环比下滑6pct，年同比低4pct。6月上旬，市场需求进入传统淡季，受降雨和高考等因素影响，水泥成交受阻，企业综合出货率环比继续下滑，水泥库存继续攀升，多数地区库存达到70%或满库状态。

华北地区水泥出货率46%，周环比下滑9pct，年同比低6pct，北京、天津、河北地区水泥出货率分别环比下降20pct、15pct、10pct，山西、内蒙古地区水泥出货率分别保持在4成半、5成；东北地区水泥出货率为42%，周环比保持不变，年同比低3pct，辽宁、吉林、黑龙江地区水泥出货率分别保持在4成、5成、3成半。

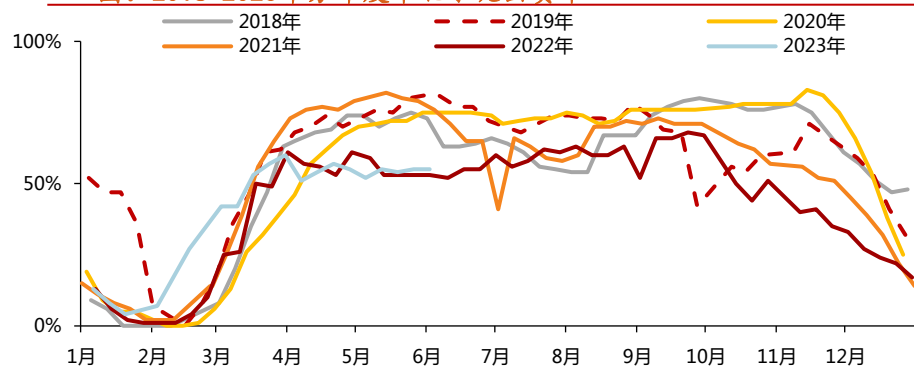
图：2018-2023年分年度全国水泥出货率



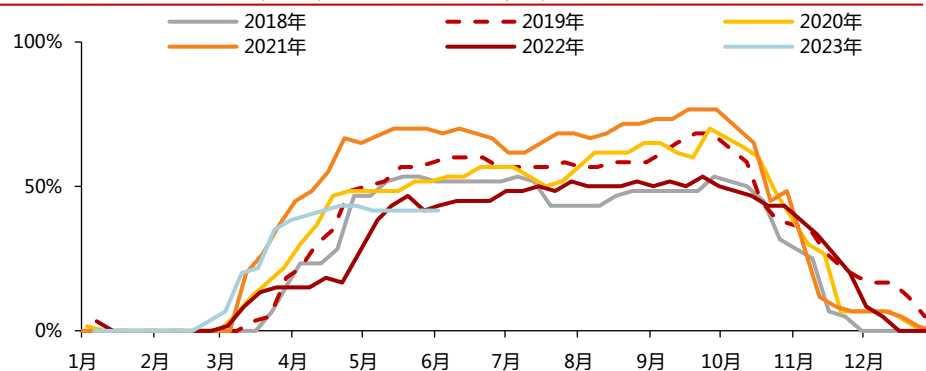
图：2018-2023年3月全国水泥出货率走势图



图：2018-2023年分年度华北水泥出货率



图：2018-2023年分年度东北水泥出货率

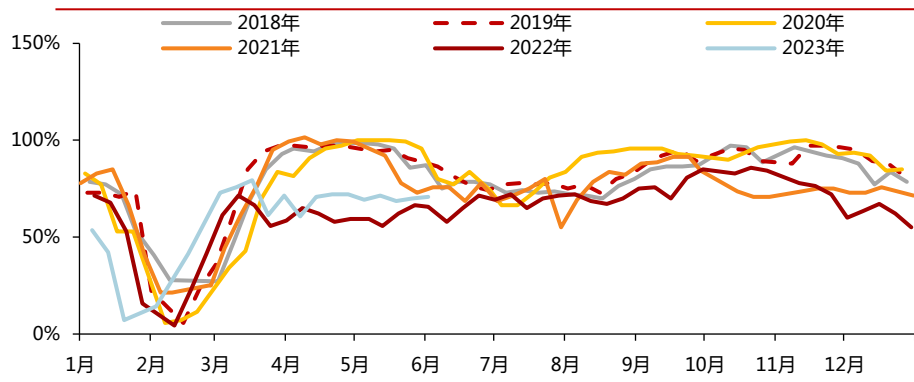


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

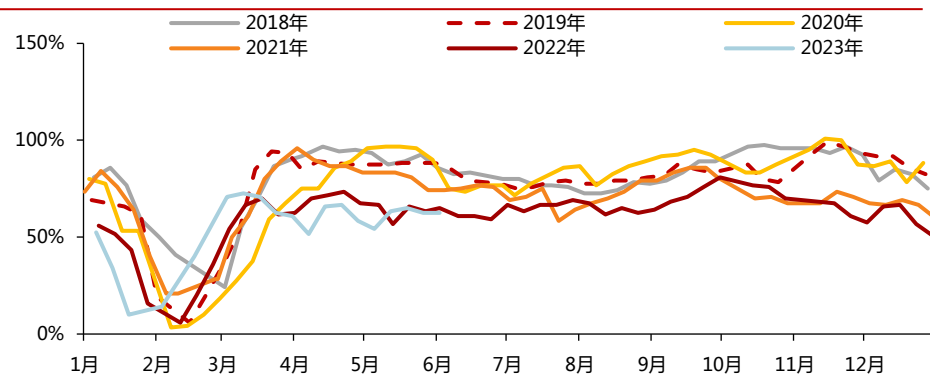
水泥出货率：周环比下滑6pct，华北地区跌幅较大

➤ **华东地区水泥出货率64%，周环比下降7pct，年同比高6pct**，上海、安徽、福建、山东地区水泥出货率均环比下降5pct，江苏、浙江、江西地区水泥出货率均环比下降10pct；**中南地区出货率58%，周环比低4pct，年同比低3pct**，河南、湖北、广西地区水泥出货率均环比下降5pct，广东地区水泥出货率环比下降10pct，湖南、海南地区水泥出货率分别保持在6成、6成半；**西南地区出货率43%，周环比下降8pct，年同比低15pct**，重庆、云南地区水泥出货率均环比下降5pct，四川地区水泥出货率环比下降20pct，贵州地区水泥出货率保持在3成半；**西北地区出货率55%，周环比保持不变，年同比低6pct**，陕西地区水泥出货率环比下降5pct，新疆地区水泥出货率环比上升5pct，甘肃、青海、宁夏地区水泥出货率环分别保持在7成半、6成半、3成半。

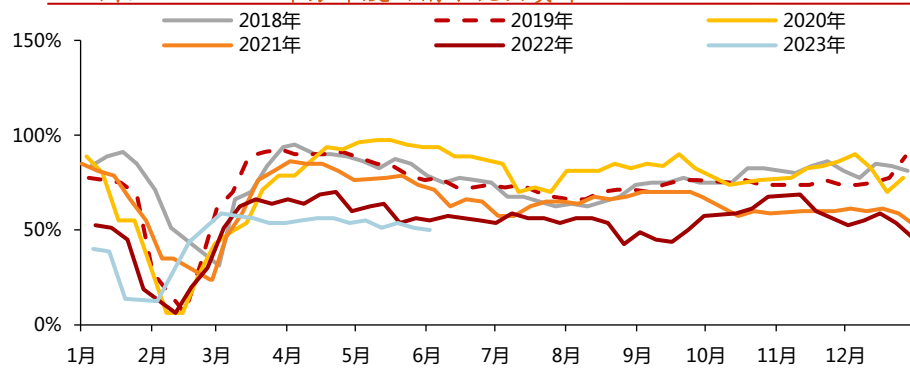
图：2018-2023年分年度华东水泥出货率



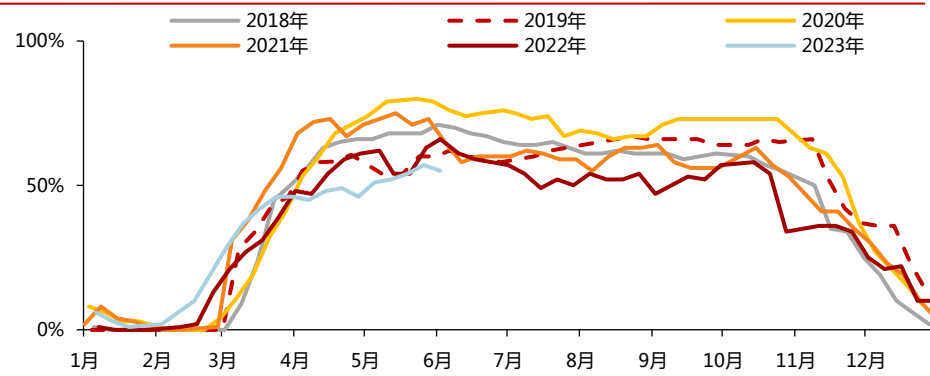
图：2018-2023年3月分年度中南水泥出货率



图：2018-2023年分年度西南水泥出货率



图：2018-2023年分年度西北水泥出货率



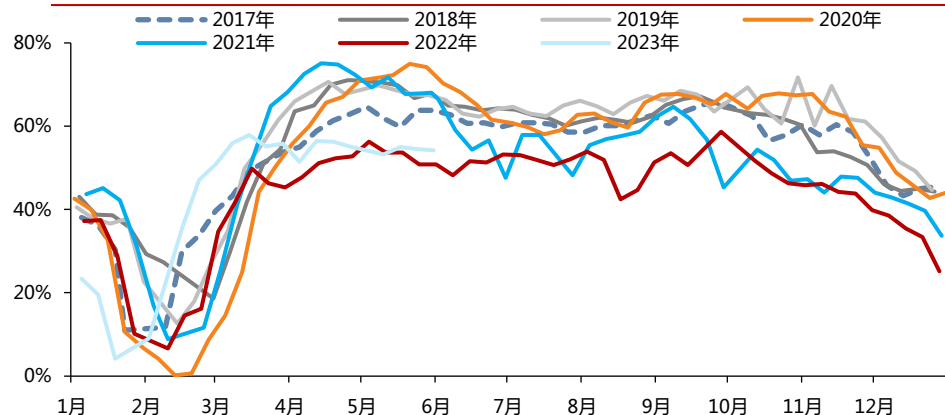
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

磨机开工率：周环比下降5pct，华东地区跌幅明显

本周全国水泥磨机开工率50%，周环比下降5pct，年同比低1pct。

华北地区水泥磨机开工率37%，周环比下降4pct，年同比低5pct，北京、河北、山西地区磨机开工率分别环比下降5pct、10pct、5pct，天津、内蒙古地区磨机开工率分别保持在2成半、3成半；东北地区水泥磨机开工率为42%，周环比保持不变，年同比高3pct，辽宁、吉林、黑龙江地区磨机开工率分别保持在3成半、6成、3成。

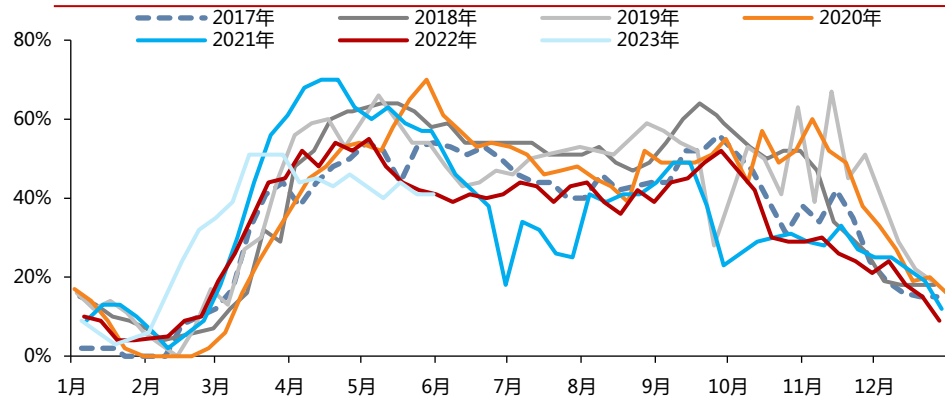
图：分年度全国水泥磨机开工率



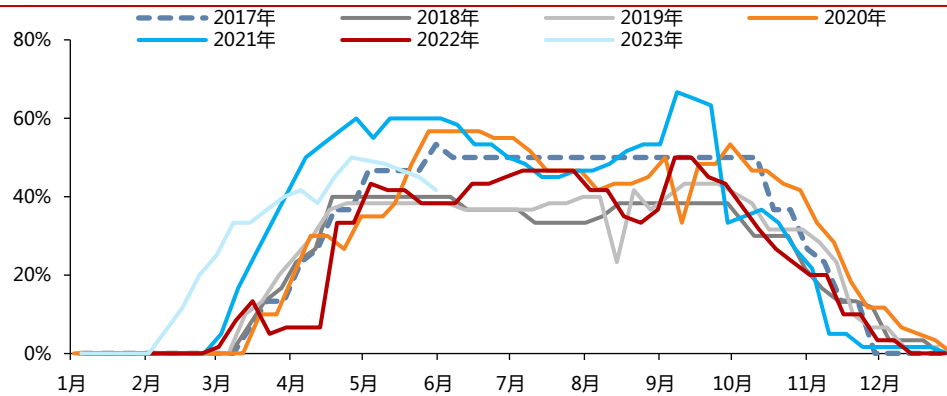
图：全国水泥磨机开工率走势图



图：分年度华北水泥磨机开工率



图：分年度东北水泥磨机开工率

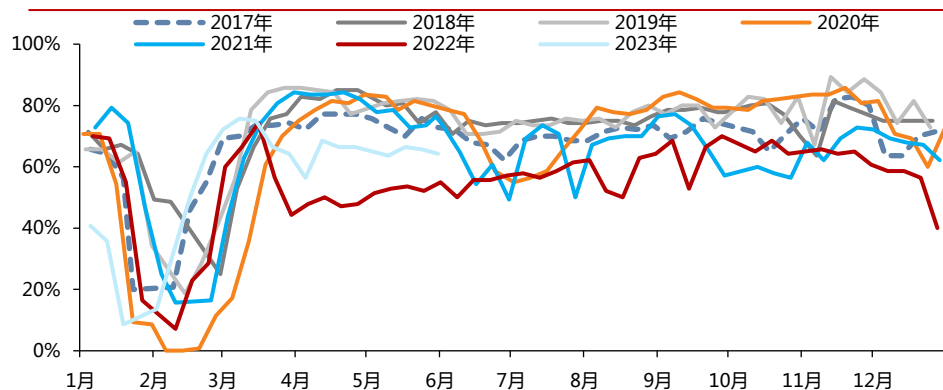


资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

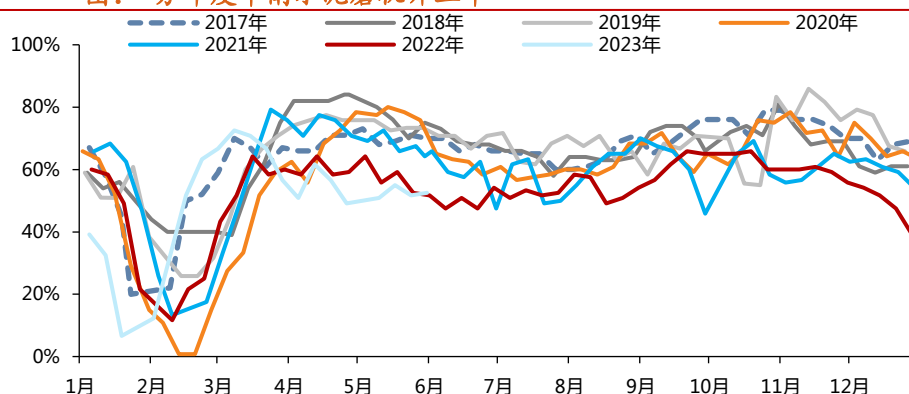
磨机开工率：周环比下降5pct，华东地区跌幅明显

- **华东地区水泥磨机开工率51%，周环比下降13pct，年同比低1pct**，上海、福建、江西、山东地区磨机开工率均环比下降10pct，江苏、浙江、安徽地区磨机开工率分别环比下降15pct、20pct、15pct；**中南地区水泥磨机开工率47%，周环比下降6pct，年同比低6pct**，河南地区磨机开工率保持在4成，湖北、湖南、海南地区磨机开工率均环比下降5pct，广东、广西地区磨机开工率均环比下降10pct；**西南地区开工率54%，周环比下降1pct，年同比高1pct**，重庆、四川地区磨机开工率分别环比下降5pct、10pct，贵州、云南地区磨机开工率分别保持在4成半、4成；**西北地区开工率64%，周环比上升2pct，年同比高3pct**，西藏、甘肃、青海地区磨机开工率分别环比上升10pct、5pct\5pct，陕西、宁夏、新疆地区磨机开工率分别保持在7成、4成、7成。

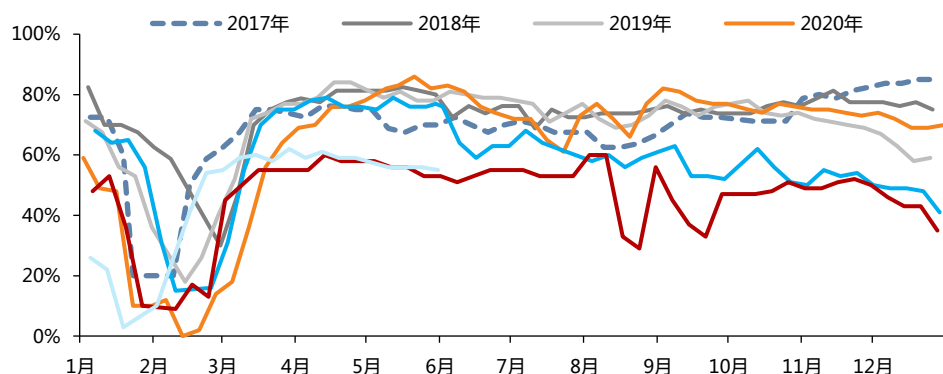
图：分年度华东水泥磨机开工率



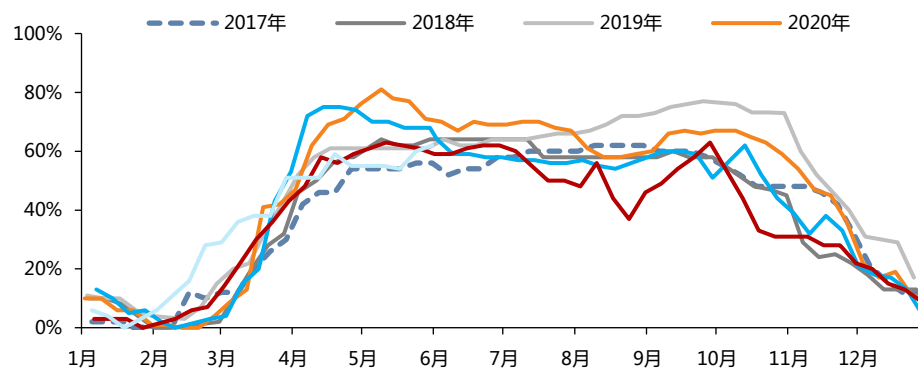
图：分年度中南水泥磨机开工率



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



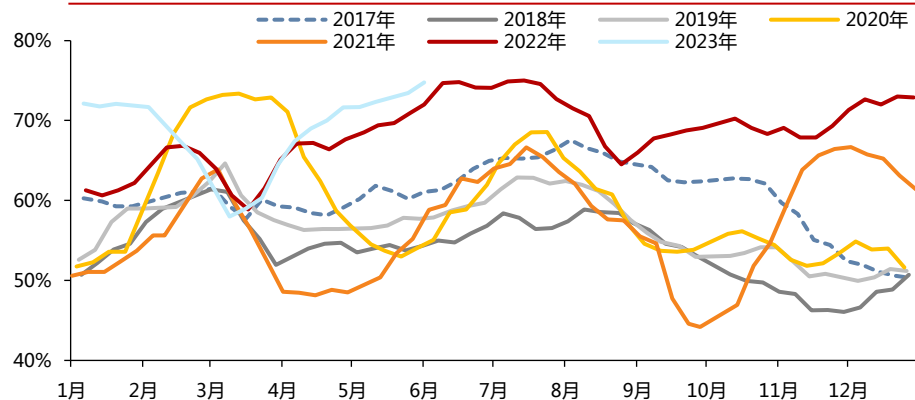
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

库存：周环比上升1pct，华北、中南地区涨幅较大

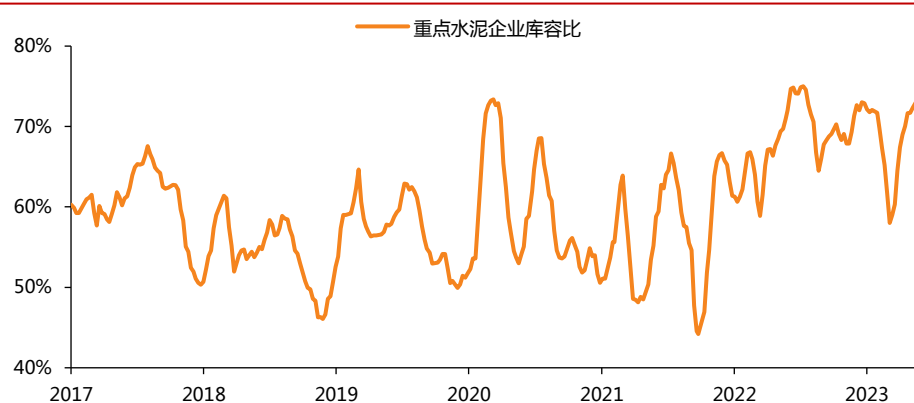
本周全国水泥库存76%，周环比上升1pct，年同比高1pct。

华北地区水泥库存66%，周环比上升2pct，年同比高2pct，北京、内蒙古地区水泥库存均保持在5成，天津、河北地区水泥库存分别环比上升10pct、5pct，山西地区水泥库存环比下降5pct；东北地区水泥库存73%，周环比保持不变，年同比保持不变，辽宁、吉林、黑龙江地区水泥库存分别保持在8成、7成半、6成半。

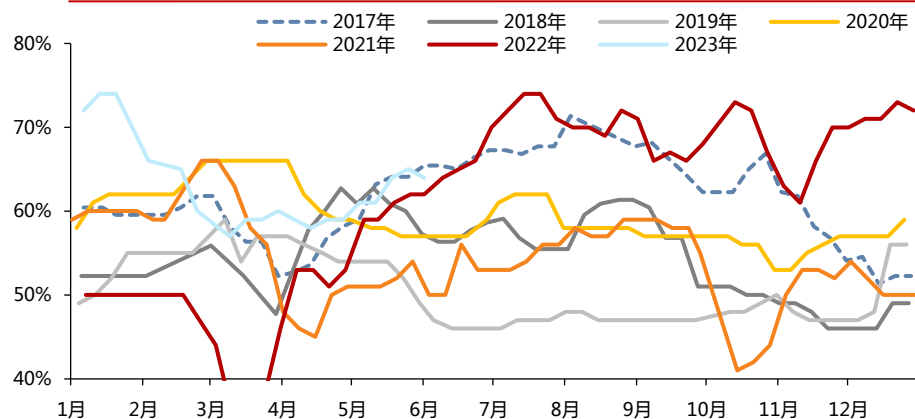
图：分年度全国水泥库存



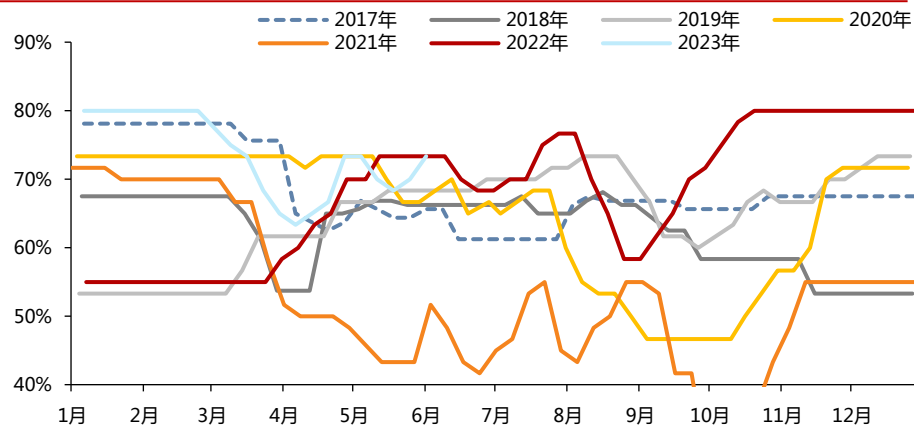
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存

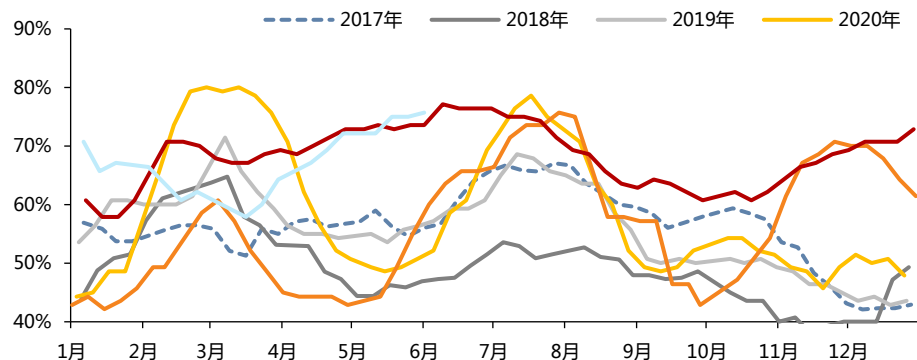


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

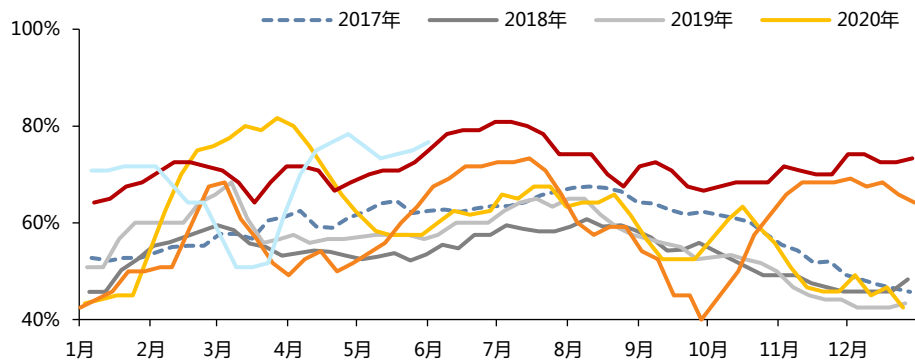
库存：周环比上升1pct，华北、中南地区涨幅较大

➤ **华东地区水泥库存76%，周环比保持不变，年同比低1pct**，上海地区水泥库存环比上升5pct，江西地区水泥库存环比下降5pct，江苏、浙江、安徽、福建、山东地区水泥库存分别保持在8成、8成、7成、8成、7成；**中南地区水泥库存78%，周环比上升2pct，年同比保持不变**，河南、湖北、湖南、广西、海南地区泥库存分别保持在8成、8成、7成、8成，湖南、广东地区水泥库存环比上升5pct；**西南地区水泥库存71%，周环比上升1pct，年同比低1pct**，重庆、四川、云南地区水泥库存分别保持在6成半、6成半、8成，贵州地区水泥库存环比上升5pct；**西北地区水泥库存80%，周环比保持不变，年同比高13pct**，陕西、青海、新疆地区水泥库存分别保持在8成半、8成、8成，甘肃、宁夏地区水泥库存均环比下降5pct。

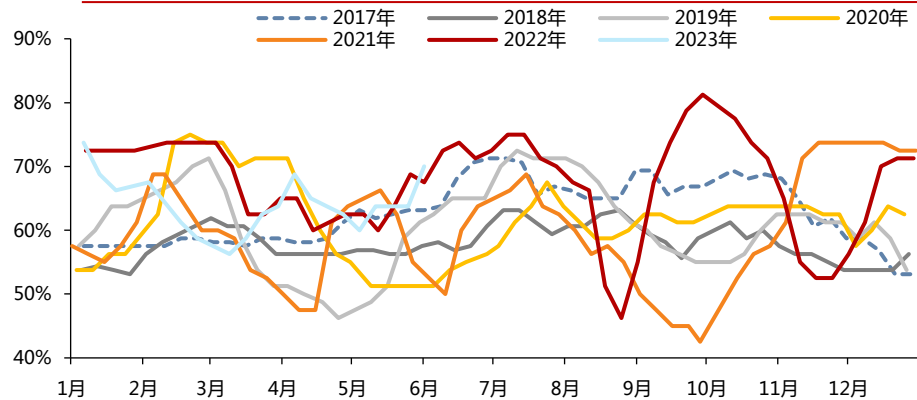
图：分年度华东水泥库存



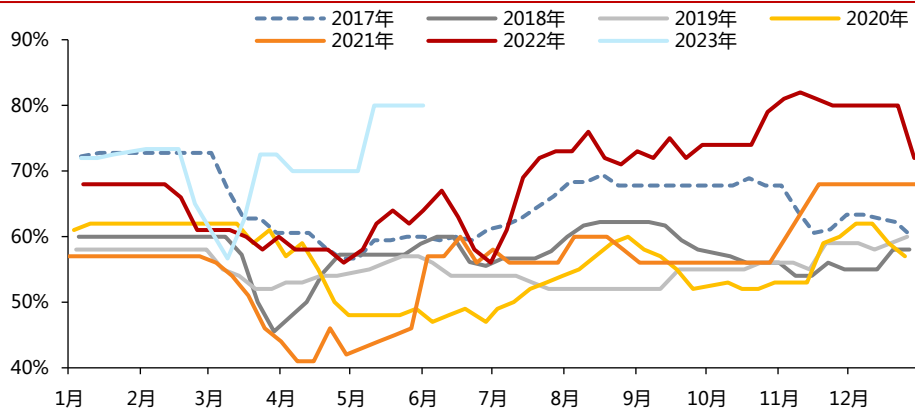
图：分年度中南水泥库存



图：分年度西南水泥库存



图：分年度西北水泥库存



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

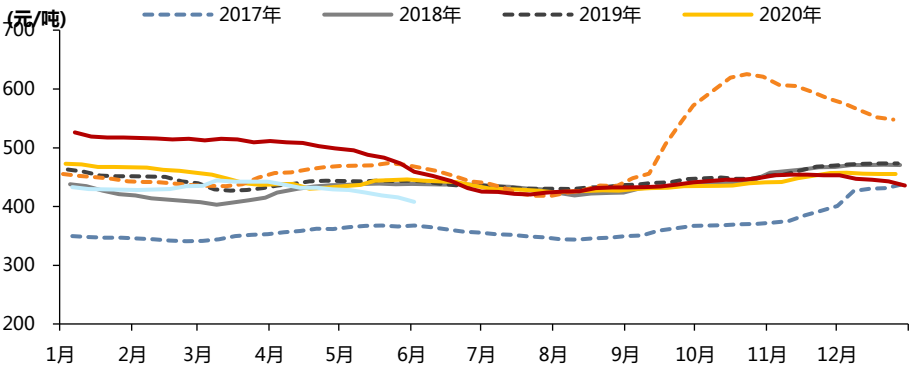
价格：周环比下降3.7元/吨，年同比低38.9元/吨

本周全国水泥价格404元/吨，周环比下降3.7元/吨，年同比低38.9元/吨。价格方面，在经过前期持续回落后，目前绝大多数地区水泥价格已接近成本线或亏损，价格回落幅度有所收窄，鉴于市场进入淡季，水泥需求低迷将会持续两个月左右，我们后期水泥价格多将会底部徘徊为主。

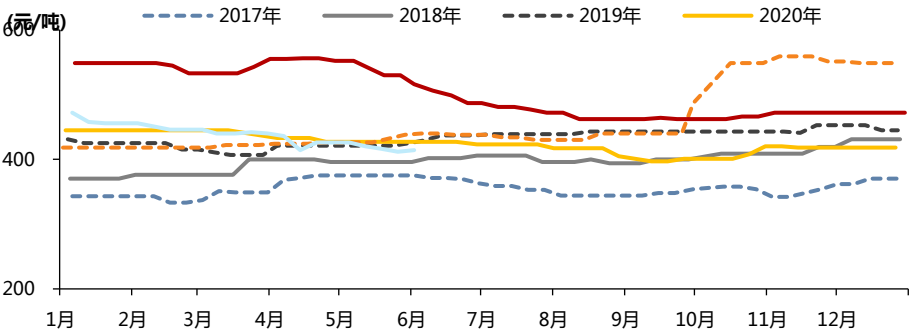
华北地区水泥均价412元/吨，周环比下降2.0元/吨，年同比低87.0元/吨。华北地区水泥价格出现回落。京津唐地区水泥价格平稳，受高考影响，市内部分工程项目停工，水泥需求环比减少20%-30%，企业出货阶段性降至4-5成。河北石家庄地区水泥价格平稳，农忙、高考以及资金短缺等多重因素影响，水泥需求表现清淡，企业发货不足正常水平的一半，库存高位运行，部分企业库满后自行停产。内蒙古呼和浩特地区水泥价格下调10-15元/吨，市场需求环比变化不大，企业出货维持在5-6成水平。

东北地区水泥均价347元/吨，周环比保持不变，年同比低120.0元/吨。

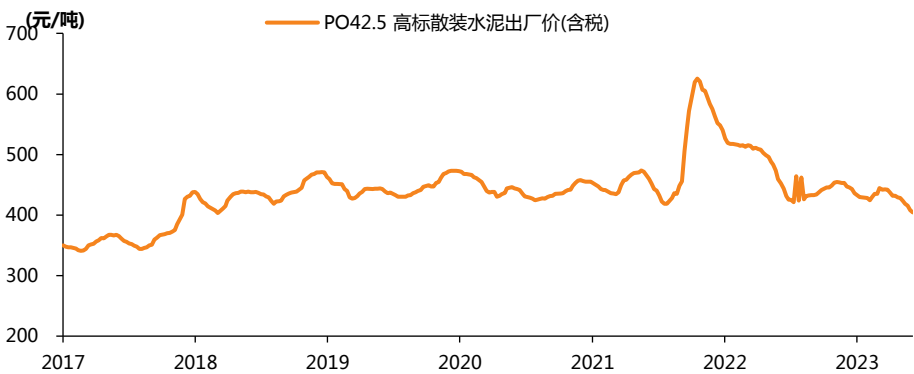
图：分年度全国水泥价格



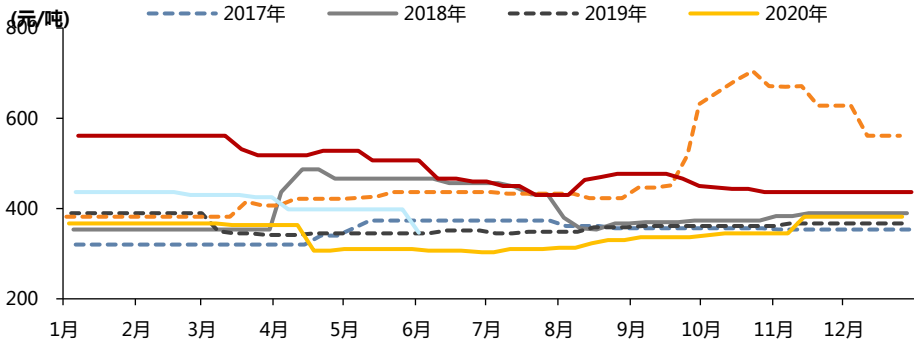
图：分年度华北水泥价格



图：全国水泥价格走势



图：分年度东北水泥价格

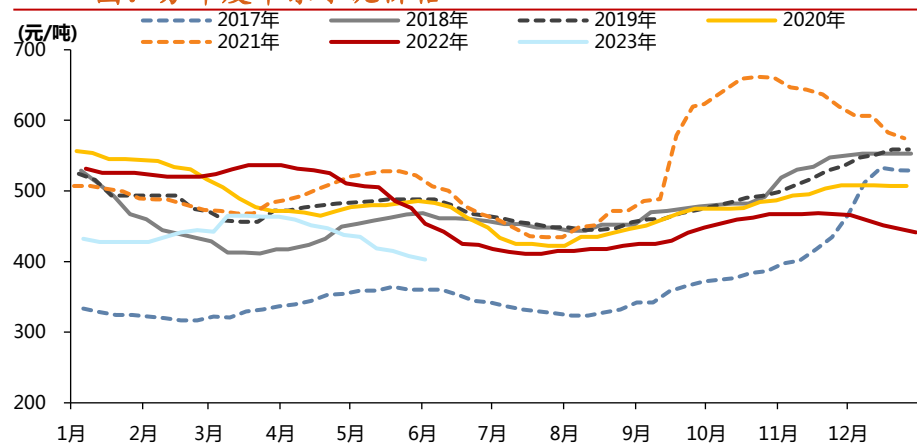


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

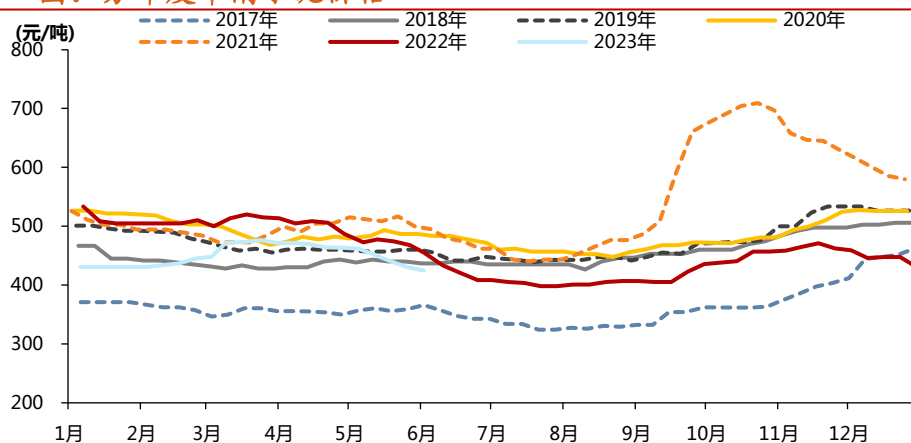
价格：周环比下降3.7元/吨，年同比低38.9元/吨

- **华东地区水泥均价392元/吨，周环比下降10.7元/吨，年同比低32.9元/吨。**华东地区水泥价格继续下调。江苏南京、苏锡常和南通地区水泥价格回落10-15元/吨，现区域内P.O42.5散出厂价250-280元/吨，受资金紧张、降雨和高考等多重因素影响，下游搅拌站和工程开工率降低，水泥需求减弱，企业发货仅在6-7成，库存高位运行。浙江杭嘉湖及绍兴地区水泥价格下调10-20元/吨，雨水天气增多，又恰逢高考期间，部分工地和搅拌站施工受限，水泥需求环比下滑10%左右，企业日出货在6-7成，库存高位承压，周边地区价格不断下调，为缩小价差，企业陆续跟降。上海地区水泥价格下调10-20元/吨，由于外来低价水泥冲击不断，为减少其进入量，本地企业继续小幅下调价格。安徽合肥地区水泥价格下调20元/吨，地销P.O42.5散出厂价仍有300-310元/吨，市场进入传统淡季，水泥需求环比5月份有所减弱。江西南昌和九江地区水泥价格趋弱运行，民用市场和房地产需求均较差，水泥需求不断减弱，企业发货仅在5-6成，部分企业开始执行错峰生产，库存在70%左右。福建宁德、厦漳泉等地水泥价格下调10元/吨，因市场资金短缺，在建工程项目施工进度缓慢，加之高考影响，市区内搅拌站停工，水泥需求表现不佳，企业发货在4-6成水平。
- **中南地区水泥均价415元/吨，周环比下降10.0元/吨，年同比低5.0元/吨。**中南地区水泥价格持续回落。广东珠三角地区水泥价格继续下调30元/吨。价格回落原因：一是本地价格相对偏高，外来低价水泥冲击严重；二是市场资金短缺，且雨水天气增多，工程施工进度放缓，水泥需求环比有所回落，企业发货仅在6-7成。广西南宁、崇左和玉林等地水泥价格暂稳，高考对需求影响不明显，仅市内少数在建项目暂停施工，需求延续前期的弱势，企业出货5-6成水平。海南海口地区水泥价格下调20元/吨，房地产市场不景气，搅拌站开工率较低，水泥需求呈下滑趋势，外加广西和越南低价水泥冲击明显，本地企业为维护仅有市场份额，再次下调价格。湖南长株潭地区水泥价格稳定，市场进入传统淡季，搅拌站开工率不断下降，水泥需求仅在正常水平5-6成，库存在70%-80%高位。

图：分年度华东水泥价格



图：分年度中南水泥价格

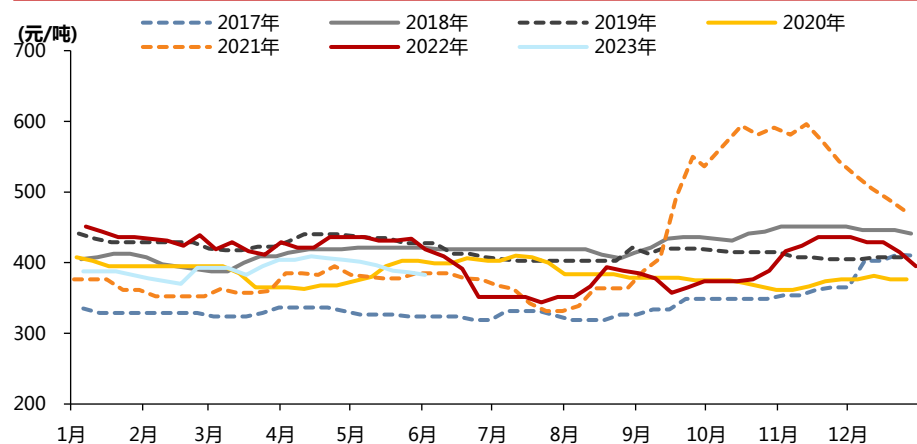


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

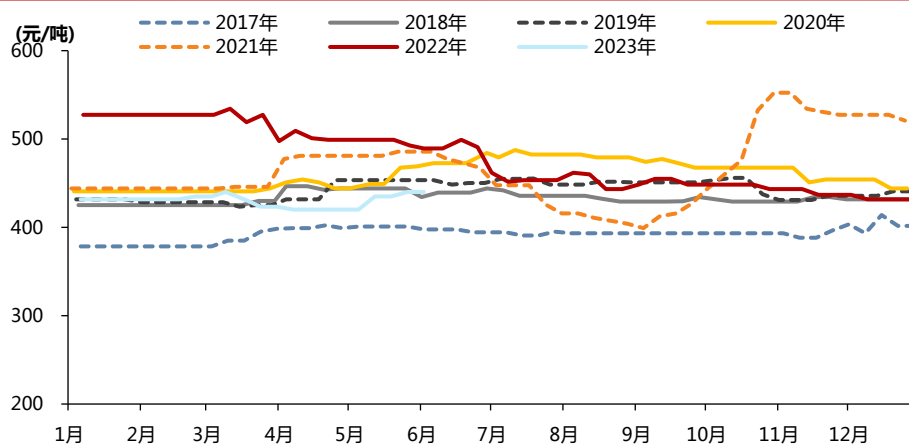
价格：周环比下降3.7元/吨，年同比低38.9元/吨

- **西南地区水泥均价383元/吨，周环比保持不变，年同比低8.8元/吨。**西南地区水泥价格小幅回落。四川成德绵地区水泥价格平稳，前半周，市场需求相对稳定。重庆主城以及渝西北地区水泥价格平稳，市场进入淡季，下游需求逐渐减弱，外加受高考影响，市区内工程和搅拌站暂停施工，企业日出货仅在5成左右。云南昆明地区部分企业继续下调价格20元/吨，市场资金短缺，房地产和民用市场需求均表现低迷，水泥需求环比5月份减弱，企业发货不足正常水平50%。贵州贵阳、安顺以及黔南和黔东南等地水泥价格下调10-20元/吨，雨水天气频繁。
- **西北地区水泥均价445元/吨，周环比上升5.0pct，年同比低54.2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，房地产项目开工不足，市场需求主要依靠重点工程项目支撑，企业综合出货在7-8成，库存降至中等水平。陕西关中地区市场需求减弱，价格暂稳。受高考影响，部分工地和搅拌站施工受限，企业日出货仅在4-5成，库存高位或满库运行。青海西宁、海东以及海南地区水泥企业公布价格上调30元/吨，从跟踪情况看，各企业均已执行到位。宁夏银川、吴忠以及中卫地区水泥价格平稳，市场资金情况较差，下游工程和搅拌站开工严重不足，企业出货仅在正常水平3-4成。新疆乌鲁木齐、哈密等地区水泥价格平稳，水泥需求在3-6成不等，库存高位或满库运行。

图：分年度西南水泥价格



图：分年度西北水泥价格

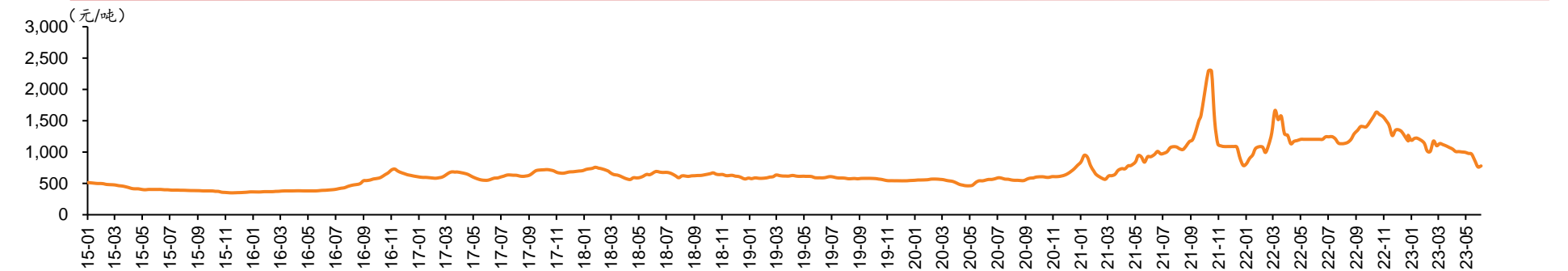


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

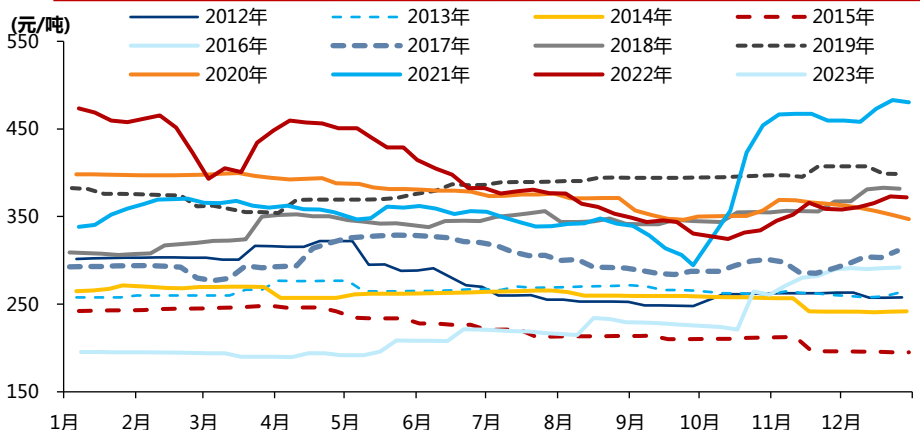
水煤价差：周环比下降5元/吨，煤价略有分化

本周全国水煤价差339元/吨，周环比下降5元/吨，年同比低12元/吨。产地方面，多数煤矿保持稳定生产，局部地区个别煤矿因有顶仓压力存在阶段性调整生产计划，减少产量，主流煤矿继续以兑现长协用户需求为主，但部分下游用户拉运积极性不高；市场煤则交投活跃度整体不高，价格先跌后略有反弹。本周 前半段下游用户多继续控制节奏，到矿拉运积极性不高，煤矿出货压力较大，坑口存煤增加，多下调坑口价格以刺激销售，部分煤矿价格降幅较大；至近两日，受气温升高及港口价格上涨影响，部分下游用户拉运积极性稍有改善，煤矿销售情况略有好转，价格止跌， 并有小幅上涨。

图：平仓价：动力末煤（Q5500）：京唐港（元/吨）



图：分年度全国水泥煤炭价格差



图：2012-2023年全国水泥煤炭价格差走势



资料来源：Wind、数字水泥网、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下