

建筑材料

水泥“碳交易”时代或临近，利好供给总量把控和优质龙头

事件:日前,生态环境部部务会议审议通过《碳排放权交易管理办法(试行)》,将自2021年2月1日起施行。此外,据生态环境部应对气候变化司,“十四五”期间将进一步加快碳市场的建设,把其他重点行业加快纳入,包括钢铁、水泥、化工、电解铝、造纸等行业前期已做很长时间的准备工作,下一步要考虑加快纳入”。

水泥行业是能源密集型行业,也是二氧化碳排放重点行业之一。此前涉及水泥行业的碳排放权交易已在广东、湖北等省市得到试点。从此次《碳排放权交易管理办法(试行)》温室气体重点排放单位的认定标准来看,正常生产的水泥熟料生产企业和部分水泥粉磨企业将被纳入全国碳市场。以前广东和湖北两省试点为例,碳排放权交易市场配额以免费发放的模式为主,配额交易价格近年来在15-30元/吨CO₂左右波动,其中广东省水泥配额分配主要采用基准线法,湖北采用标杆法。由于绝大多数碳排放配额均为免费发放,因此行业整体碳排放履约成本不高,对行业盈利影响较小,且水泥格局下企业有较强转嫁能力。从排放基准值来看,标杆法选取了行业排放水平较为先进的企业作为基准,对行业总体排放水平约束较严。此外作为自愿碳减排新能源企业,在政府备案,取得“核证自愿减排量(C CER)”,可以进入碳市场交易,按照1:1比例替代碳排放配额(价格略低于配额)。

碳排放交易体系的建立有利于水泥行业中长期供给侧的把控。后续水泥行业纳入碳排放交易体系后,不仅将加速水泥行业通过技术工艺改进实现技术性减排,也将推动行业通过市场与产业政策结合的手段实施减排,34号文件所提出的错峰生产、推进联合重组整合产权或经营权,压减过剩产能等产业政策,供给侧结构性改革的方式也是实现绝对减排量的最佳方式。有利于水泥行业中长期供给侧的总量控制和优化,进而利好行业中长期盈利中枢。

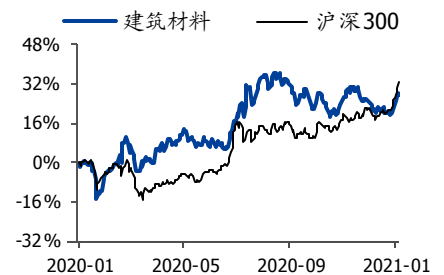
碳排放交易体系的建立也将凸显企业间的差距,加速企业分化,龙头企业将享有超额收益。碳排放交易体系建立后,优质企业基于其更高效节能低碳的生产能力、更为强大的研发能力和更为优秀的资源整合能力,可以将其相对于同行业更为优秀的环境效益水平直接转化为经济效益。根据此前广东、湖北的试点情况,无论是基准线法还是标杆法,如果企业实际排放水平低于按照基准值确定的配额水平,碳排放配额富余,可将其碳排放配额于市场出售或进行碳资产管理。以华新水泥为例,公司一方面大力实施碳排放对标管理及内部审计,提升碳资产管理水平,通过水泥窑协同处置的垃圾衍生燃料(RDF),代替部分煤炭,实现减排110千克/吨熟料,单位熟料碳排放降幅约为13%,减排效果实现突破。公司另一方面实施碳排放对标管理及内部审计,提升碳资产管理水平,积极参与全国碳市场建设与试点市场交易,采取灵活的履约策略,实现100%履约。

投资建议:生态环境部制定的《碳排放权交易管理办法(试行)》将于2021年2月1日起施行,标志着中国全国碳排放权交易体系(全国碳市场)正式投入运行,根据我国碳达峰、碳中和目标节点,后续水泥行业作为重点碳排放行业或有望加快纳入。我们判断后续水泥行业纳入碳排放交易体系后,一方面将加速水泥行业通过技术工艺改进实现技术性减排,也将推动行业通过市场与产业政策结合的手段实施减排,有利于水泥行业中长期供给侧的总量控制和优化;另一方面也将企业间技术、环保水平差距市场化地转化为经济效益,加速企业间的分化,龙头企业将享有超额收益。水泥板块高分红,低估值有修复空间。后续盈利增速有望加速,推荐海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、祁连山、上峰水泥、塔牌集团等。

风险提示:宏观政策反复、环保约束大幅放松的风险。

增持(维持)

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑材料: 玻璃纤维景气持续, 关注低位的消费建材板块》2021-01-03
- 2、《建筑材料: 水泥错峰生产常态化, 利好行业格局和中长期效益》2020-12-29
- 3、《建筑材料: 继续推荐玻纤板块, 关注低位的消费建材细分成长龙头》2020-12-27



内容目录

事件.....	3
点评.....	3
投资建议.....	7

图表目录

图表 1: 广东与湖北 2019 年水泥行业碳排放配额分配方案.....	4
图表 2: 我国试点碳市场价格走势 (元/吨)	6
图表 3: 湖北碳排放权交易市场情况.....	6

事件

日前，生态环境部部务会议审议通过《碳排放权交易管理办法（试行）》，将自2021年2月1日起施行。此外，据生态环境部应对气候变化司，“‘十四五’期间将进一步加快碳市场的建设，把其他重点行业加快纳入进来，包括钢铁、水泥、化工、电解铝、造纸等行业前期已做了很长时间的准备工作，下一步要考虑加快纳入”。

点评

1、水泥行业是能源密集型行业，也是二氧化碳排放重点行业之一。此前涉及水泥行业的碳排放权交易已在广东、湖北等省市得到试点。

根据德国 KARLSRUHE 技术研究院(KIT)、联合国和我国资料，2017年全世界人为排放CO₂达到约366亿吨，其中水泥工业约24.6亿吨，占6.7%。其中我国水泥产量24亿吨，排放CO₂12亿吨，折合吨水泥排放CO₂约0.5吨（对应熟料系数为0.58左右）。水泥碳排放主要是熟料生产环节的燃煤热耗（约对应0.45吨CO₂/吨水泥），以及粉磨等环节电耗带来的间接碳排放（约对应0.05吨CO₂/吨水泥）。

从此次《碳排放权交易管理办法（试行）》温室气体重点排放单位的认定标准来看（一是属于全国碳排放权交易市场覆盖行业，二是年度温室气体排放量达到2.6万吨二氧化碳当量）来看，正常生产的水泥熟料生产企业和部分水泥粉磨企业将被纳入。

我国碳交易市场进展如下：

2011年11月国家发改委组织北京、天津、上海、重庆、广东、湖北和深圳7个省市开展碳排放权交易试点。其中在广东、湖北等省市，水泥行业均被作为重点控排行业纳入到碳排放配额管理和交易。

在试点的基础上，国家发展改革委于2017年12月发布了首个以发电行业为切入点的全国碳排放权交易体系实施方案。由生态环境部制定的《碳排放权交易管理办法（试行）》将于2021年2月1日起施行。这标志着中国全国碳排放权交易体系（全国碳市场）正式投入运行，未来有望全面覆盖发电、石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸和国内民用航空等八个重点碳排放行业。

以此前广东和湖北两省试点为例，广东和湖北两省碳排放权交易市场的配额以免费发放的模式为主，配额交易价格近年来在15-30元/吨CO₂左右波动。

（1）广东：配额部分免费发放和部分有偿发放，水泥配额分配主要采用基准线法。

根据《广东省2019年度碳排放配额分配实施方案》，广东省实行部分免费发放和部分有偿发放，其中电力企业的免费配额比例为95%，钢铁、石化、水泥、造纸和航空企业的免费配额比例为97%，2019年度配额有偿发放总量原则上控制在500万吨以内，采用不定期竞价发放的形式。

水泥行业的熟料生产和水泥粉磨采用基准线法，其它粉磨采用历史强度法，矿山开采采用历史排放法分配，因此企业配额=料生产配额+水泥粉磨配额+矿山开采配额+其它粉磨配额。先按2018年度产量计算及发放预配额，再根据经核查核定的2019年实际产量计算及发放最终核定配额，并与发放的预配额进行比较，多退少补。

其中熟料生产基准值按照生产线的规格分别取 0.884-1.108 吨 CO₂/吨熟料的基准值（大规模生产线取值低，白水泥生产线取值高），产量也按照生产线设计产能的 1.3 倍设定取值上线，粉磨环节为 0.025 吨 CO₂/吨水泥。

(2) 湖北：配额免费分配，水泥配额分配主要采用标杆法。

根据《湖北省 2019 年度碳排放权配额分配方案》，湖北省碳排放配额实行免费分配，采用标杆法、历史强度法和历史法相结合的方法计算。其中水泥(外购熟料型水泥企业除外)和电力行业采用标杆法，纳入企业先按其 2018 年实际履约量的一半预分配配额，再根据企业 2019 年实际生产情况核定实际应发配额，在预分配额的基础上多退少补。

具体而言，水泥企业预分配额=2018 年实际履约量×50%，企业实际应发配额=2019 年实际产量×行业标杆值×市场调节因子，市场调节因子=1-(上一年度市场存量/当年年度初始配额总量)。水泥企业的标杆值采用湖北省 2018 年位于第 40%位水泥企业的单位熟料碳排放量，即 0.7823 吨二氧化碳/吨熟料。水泥企业配额分配的核算边界为从原燃材料进入生产厂区均化开始，包括水泥原燃料及生料制备、熟料烧成、熟料到熟料库为止。

从试点市场的配额发放模式来看，由于绝大多数碳排放配额均为免费发放，因此行业整体碳排放履约成本不高，对行业盈利影响较小。以广东省 4.65 亿吨配额 3%-5% 的有偿发放比例，所有试点行业有偿发放的额度约为 2000 万吨。考虑到水泥行业自身格局，对单位成本冲击较小且有能力向产业链上下游转移。

从排放基准值来看，标杆法选取了行业排放水平较为先进的企业作为基准，对行业总体排放水平约束较严，而广东在基准线法下所选择的基准值较湖北的基准值偏高，对企业约束较松。

此外作为自愿碳减排新能源企业，在政府备案，取得“核证自愿减排量 (CCER)”，可以进入碳市场交易，按照 1: 1 比例替代碳排放配额（价格略低于配额）。

图表 1: 广东与湖北 2019 年水泥行业碳排放配额分配方案

广东	湖北
<p>根据我省 2019 年及“十三五”控制温室气体排放总体目标，结合国家和我省的产业政策、行业规划和经济发展形势预测，确定 2019 年度配额总量为 4.65 亿吨，其中，控排企业配额 4.38 亿吨，储备配额 0.27 亿吨，储备配额包括新建项目企业有偿配额和市场调节配额。</p>	<p>根据 2019 年湖北省单位生产总值二氧化碳排放下降目标要求和经济增长预期，确定我省 2019 年度纳入企业碳排放配额总量为 2.70 亿吨。</p> <p>碳排放配额总量包括年度初始配额、新增预留配额和政府预留配额。计算方法如下：</p> <p>(1) 年度初始配额=纳入企业初始配额之和。</p> <p>(2) 政府预留配额=碳排放配额总量×8%</p> <p>(3) 新增预留配额=碳排放配额总量-(年度初始配额+政府预留配额)政府预留配额主要用于市场调节，新增预留配额主要用于企业新增产能和产量变化。</p>
<p>配额总量及结构</p>	

配额发放模式

- (1) 部分免费发放和部分有偿发放。
- (2) 其中电力企业的免费配额比例为 95%，钢铁、石化、水泥、造纸和航空企业的免费配额比例为 97%。
- (3) 2019 年度配额有偿发放总量原则上控制在 500 万吨以内，采用不定期竞价发放的形式。

免费分配

配额分配方法

水泥行业的熟料生产和粉磨使用基准线法分配配额，先按 2018 年度产量计算及发放预配额，再根据经核查核定的 2019 年实际产量计算及发放最终核定配额，并与发放的预配额进行比较，多退少补。计算公式为：

- (1) 控排企业
企业配额=产量×基准值
- (2) 新建项目企业
配额=设计产能×基准值

水泥（外购熟料型水泥企业除外）采用标杆法纳入企业先按其 2018 年实际履约量的一半预分配配额，再根据企业 2019 年实际生产情况核定实际应发配额，在预分配额的基础上多退少补。

水泥企业配额分配的核算边界为从原燃材料进入生产厂区均化开始，包括水泥原燃料及生料制备、熟料烧成、熟料到熟料库为止，不包括厂区内辅助生产系统以及附属生产系统。

水泥其他粉磨产品使用历史强度下降法，水泥行业的矿山开采采用历史排放法

1、熟料生产配额=（熟料生产线产量×同类型生产线基准值）求和项

（1）基准值

- 4000t/d(含)以上普通熟料生产线：0.884 吨二氧化碳/吨；
- 2000(含)-4000t/d 普通熟料生产线：0.909 吨二氧化碳/吨；
- 2000t/d 以下普通水泥生产线：0.950 吨二氧化碳/吨；
- 白水泥熟料生产线：1.108 吨二氧化碳/吨。

基准值确定

水泥企业的标杆值采用湖北省 2018 年位于第 40% 位水泥企业的单位熟料碳排放量，即 0.7823 吨二氧化碳/吨熟料。

（2）产量取值上限

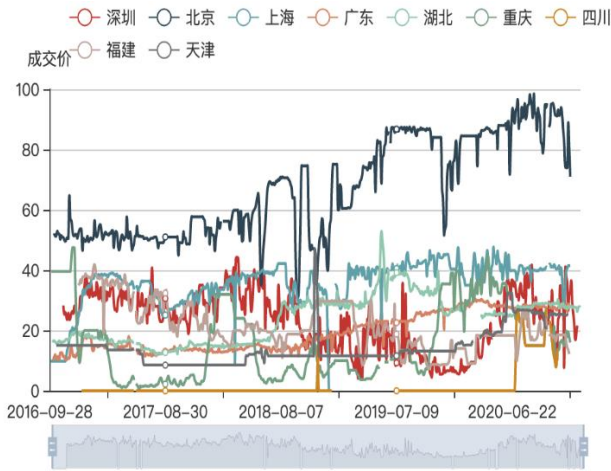
产量取值上限：各熟料生产线年产量以该熟料生产线产能的 1.3 倍为上限。

2、水泥粉磨配额=水泥粉磨产量×水泥粉磨基准值

其中：水泥粉磨基准值：0.025 吨二氧化碳/吨水泥。

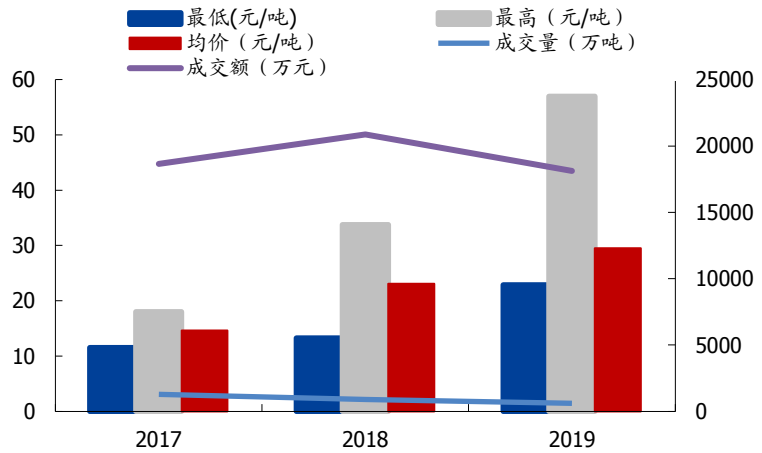
资料来源：广东省生态环境厅、湖北省生态环境厅、国盛证券研究所

图表 2: 我国试点碳市场价格走势 (元/吨)



资料来源: 湖北碳排放权交易市场网站、国盛证券研究所

图表 3: 湖北碳排放权交易市场近年来交易数据



资料来源: 湖北碳排放权交易市场网站、国盛证券研究所

2、后续水泥行业纳入碳排放交易体系后，将加速水泥行业通过技术工艺改进实现技术性减排，也将推动行业通过市场与产业政策结合的手段实施减排，有利于水泥行业中长期供给侧的总量控制和优化，进而利好行业中长期盈利中枢。（1）在生产环节，尽量减少原料石灰石、化石燃料煤和电力等的消耗，通过改善工艺、使用节能设备、加强生产管理、使用替代原燃料、余热发电、提高熟料质量以及产品合格率等手段进行碳减排。（2）在市场与产业政策层面，34号文件所提出的错峰生产、推进联合重组整合产权或经营权，压减过剩产能等产业政策，供给侧结构性改革的方式也是实现绝对减排量的最佳方式。同时随着水泥行业产业链延伸，大型企业利用水泥产业集聚优势优化资源配置，依托智能工厂制造体系、现有资源建立大型生产基地，在国内装配式建筑的设计、生产、施工、质量管控和品牌服务产业链基础上谋划产业布局，也将从全产业链优化角度实施碳减排。

3、碳排放交易体系的建立也将凸显企业间的差距，加速企业分化，龙头企业将享有超额收益。碳排放交易体系建立后，优质企业基于其更高效节能低碳的生产能力、更为强大的研发能力和更为优秀的资源整合能力，可以将其相对于同行业更为优秀的环境效益水平直接转化为经济效益。根据此前广东、湖北的试点情况，无论是基准线法还是标杆法，如果企业实际排放水平低于按照基准值确定的配额水平，碳排放配额富余，可将其碳排放配额于市场出售或进行碳资产管理。

以华新水泥为例，公司一方面大力实施碳排放对标管理及内部审计，提升碳资产管理水平，通过水泥窑协同处置的垃圾衍生燃料（RDF），代替部分煤炭（1吨RDF含有相当300kg原煤的热值）。华新协同处置热替代率（替代燃料的热量占熟料生产所消耗全部热量的比例）最高可达到50%，按照《中国水泥生产企业温室气体排放核算方法与报告指南（试行）》核算，实现减排110千克/吨熟料，单位熟料碳排放降幅约为13%，减排效果实现突破。公司另一方面实施碳排放对标管理及内部审计，提升碳资产管理水平，积极参与全国碳市场建设与试点市场交易，采取灵活的履约策略，实现100%履约。

投资建议

生态环境部制定的《碳排放权交易管理办法（试行）》将于2021年2月1日起施行，标志着中国全国碳排放权交易体系（全国碳市场）正式投入运行，根据我国碳达峰、碳中和目标节点，后续水泥行业作为重点碳排放行业或有望加快纳入。我们判断后续水泥行业纳入碳排放交易体系后，一方面将加速水泥行业通过技术工艺改进实现技术性减排，也将推动行业通过市场与产业政策结合的手段实施减排，有利于水泥行业中长期供给侧的总量控制和优化；另一方面也将企业间技术、环保水平差距市场化地转化为经济效益，加速企业间的分化，龙头企业将享有超额收益。

水泥板块高分红，低估值有修复空间。后续盈利增速有望加速，推荐海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、祁连山、上峰水泥、塔牌集团等。

风险提示

宏观政策反复、环保约束大幅放松的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com