

水泥制造

水泥价格继续上行，关注供给端限产变化

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



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

核心观点：

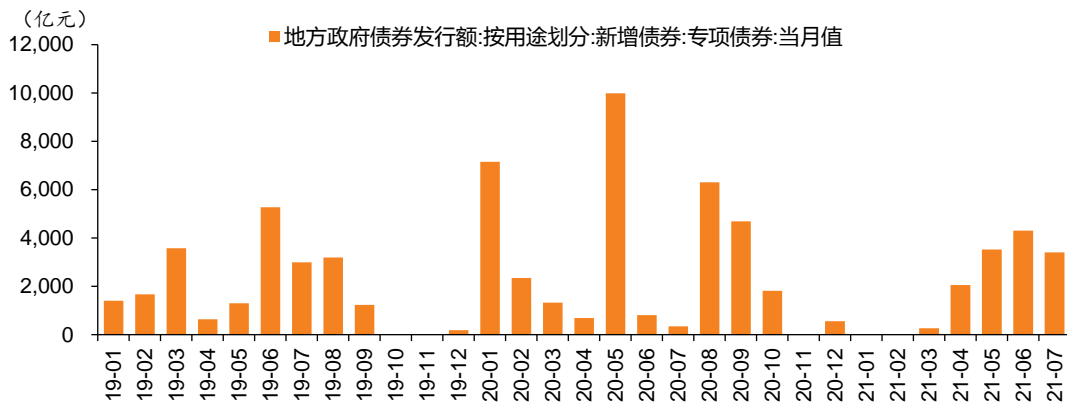
- **我们对当前水泥板块观点如下：**上周水泥指数下滑4.73%。下半年至明年水泥行业基本面有望持续好转，需求端：自7月政治局会议指出积极推动政府债券发行进度，推动实物工作量之后，8月国常会继续强调要发挥政府专项债带头作用，扩大有效投资，且8月PMI数据仍较为疲软，下半年“稳增长”的重要性进一步凸显，基建发力预期再次升温。地产端来看，虽然新开工存下行压力，但当前施工面积同比仍保持较高增速，受销售及施工面积支撑，预计今明两年地产需求大幅下滑的可能性较低；供给端，下半年限产力度或将进一步加大。根据发改委印发的2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况，广西、广东、云南、江苏等近十个省份能耗强度不降反升，被列为一级预警，9月1日广西省开始对当地水泥企业试试限产要求，要求9月水泥产量不超21年上半年月均产量的40%，我们计算此举将带来广西水泥产量缩减600万吨，我们测算当前收到能耗强度降低一级预警的省份在产产能达到5亿吨，占全国总产能比重达28%，预计后续其余各省限产措施或将逐步跟进，带来供给端进一步收缩。
- 进口方面，1-7月我国累计进口熟料1379万吨，同比减少265万吨，今年海运费上涨，且越南财政部提出将熟料产品出口税率由5%提高至10%，海外熟料进口冲击有望减弱。我们认为在基本面好转+生产成本大幅增加的背景下，水泥企业将会积极推动价格修复上调。目前水泥企业估值已达近几年新低，我们认为碳中和及碳达峰目标下，供给端高能耗小企业预计加快出清，大企业市占率将进一步提升，水泥行业置换新规对置换比例及异地置换要求提升，中长期有望带来供给端实质性改善。当前水泥整体PE（TTM）处于18年后14%分位，PB（LF）处于5.7%分位，板块估值仍有较大修复空间。
- 另一方面，在水泥主业面临增长压力下，**骨料市场或将成为水泥企业新蓝海。**根据中国水泥网统计，目前骨料行业TOP10企业产能仍不足5亿吨，占比不到3%，行业集中度远低于水泥，17年-18年国家关停砂石矿山近3万余家，随着矿权管控趋严，骨料的资源属性逐步凸显，拿矿成本增加进一步提升了小企业进入门槛，而骨料业务毛利率较高，骨料业务有望成为水泥企业新的增长点，华新、海螺、中建材等企业在骨料布局方面具有先发优势。
- **3）近期水泥行业动态：**上周全国水泥市场价格继续大幅上涨，全国水泥均价448元/吨，周环比上涨13.2元/吨，年同比高18.5元/吨，价格上涨地区主要集中在东北、华东、华中和西南等地，幅度为30-50元/吨。8月底9月初，国内水泥市场需求环比进一步提升，华东和华南地区企业发货基本恢复到8-9成水平，部分省份达到产销平衡，库存下降明显；华北、西北和华中等其他地区，下游需求恢复相对缓慢，但较前期相比也有改善，因企业仍在执行错峰生产，整体库存水平均保持在中等合理位置，支撑水泥价格继续上行。
- **推荐【华新水泥】**（西南地区水泥价格有望逐步走出洼地，水泥+业务增长弹性高）、**【海螺水泥】**（规模及成本优势兼备的全国龙头）、**【上峰水泥】**（水泥产能增长弹性大，一主两翼发展为公司注入新活力），关注**【中国建材】**（21年减值有望大幅下降，报表质量持续改善，新材料板块景气较高）。

风险提示：水泥需求大幅下滑、旺季价格上涨不及预期、骨料行业竞争加剧。

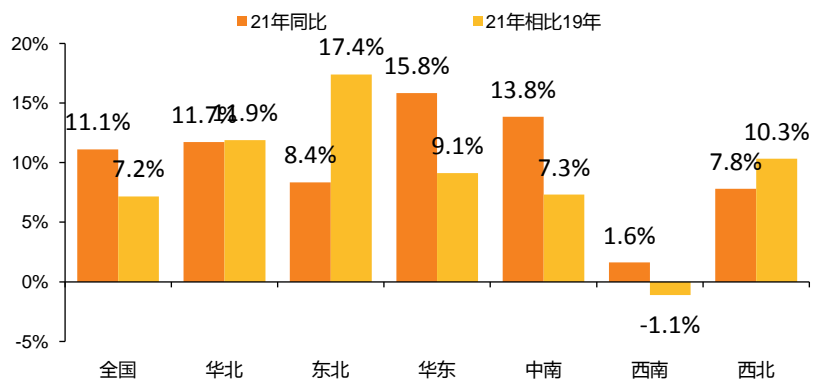
需求展望：下半年有望出现好转

- 资金方面：1-7月政府专项债券合计新增额度仅为1.35万亿，距全年3.65万亿的发行目标仍有2.3万亿额度待发行，继7月政治局会议指出积极推动政府债券发行进度，推动实物工作量后，8月国常会继续强调要发挥政府专项债带头作用，扩大有效投资，我们预计下半年专项债发行量较为可观。
- 需求方面：上半年因雨水天气、大宗商品高价、资金短缺使得部分项目停工待料，下半年或迎来赶工。

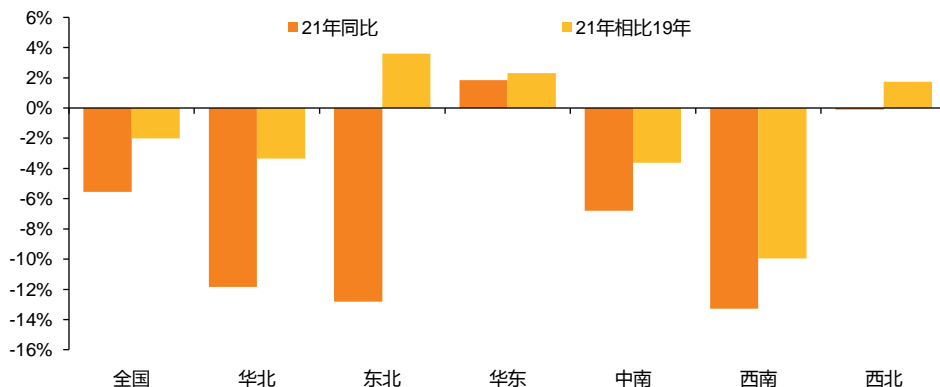
图：21年地方政府专项债发行情况



图：21年1-7月各地水泥产量同比增速及较19年增速



图：21年7月单月各地水泥产量同比增速及较19年增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

需求展望：预计21年乐观/中性/悲观情境下，同比+6.3%/+2.5%/-1.7%

- 我们认为京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化、雄安新区、西部大开发建设等等重大战略仍将继续推进，综合对全国各区域的需求预测，我们预计2021年乐观/中性/悲观假设下，全国水泥产量增长6.3%/2.5%/-1.7%。我们认为，水泥企业预期若需求端降幅在3%以内（2015年的极限情况为-5%），都可认为是持平状态，对水泥企业业绩的影响可控，主因2016年以来企业间对价格的认同度提升，供给端收缩能够维持供求基本平衡。

图：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
2010年12月	15.5%	20.0%	15.3%	6.8%	13.9%	35.3%	25.2%
2011年12月	16.1%	19.6%	17.4%	10.7%	15.4%	23.2%	23.6%
2012年12月	7.4%	-0.8%	-6.1%	6.3%	10.5%	11.0%	21.4%
2013年12月	9.6%	1.9%	3.0%	9.4%	10.4%	12.8%	17.3%
2014年12月	1.8%	-10.0%	-3.8%	1.4%	4.8%	7.8%	1.3%
2015年12月	-4.9%	-14.6%	-15.8%	-5.6%	-1.7%	1.3%	-7.2%
2016年12月	2.5%	7.2%	-1.2%	1.7%	1.6%	7.8%	-4.6%
2017年12月	-0.2%	-11.9%	-10.5%	1.6%	1.6%	1.6%	-0.7%
2018年12月	3.0%	8.5%	-5.7%	3.1%	3.7%	6.4%	-8.2%
2019年12月	6.1%	6.3%	13.1%	9.4%	2.7%	4.0%	7.4%
2020年12月	1.6%	8.7%	11.2%	1.0%	0.0%	-0.2%	2.1%
2021E乐观	6.3%	7.0%	5.6%	7.7%	8.0%	1.9%	4.2%
2021E中性	2.5%	5.0%	2.0%	3.0%	3.0%	0%	2.0%
2021E悲观	-1.7%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-1.0%	-2.0%	-2.0%

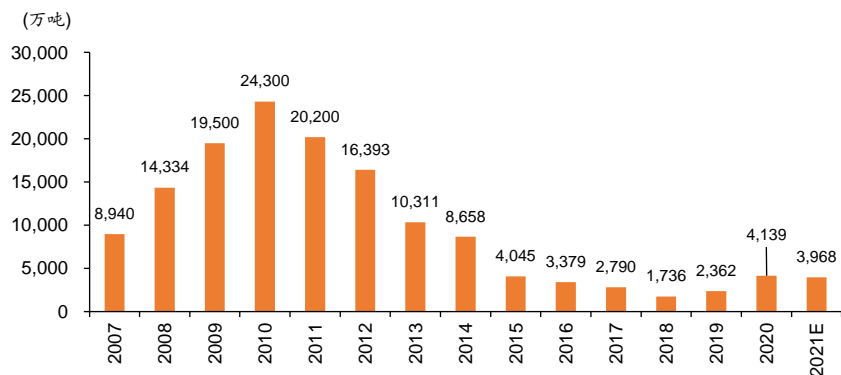
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

供给：拟点火产能较20年基本持平，但广西、云南局部地区供给压力加大

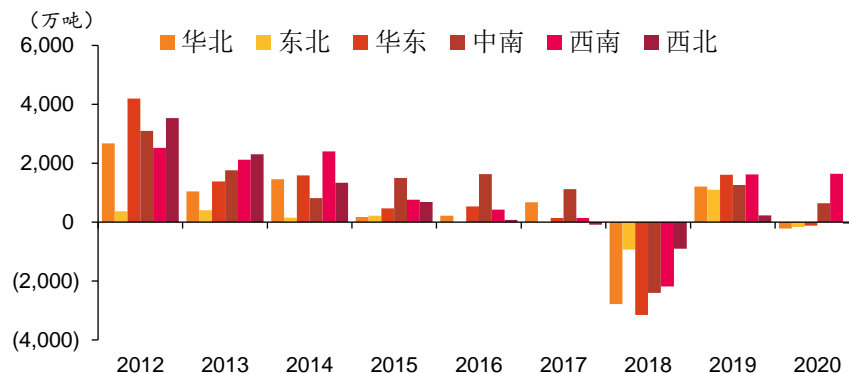
根据卓创资讯，我们计算2021年水泥行业拟点火熟料产能达3968万吨，产能净增加量较20年基本持平，上半年新点火产能1587万吨。

➢ 从区域来看，广西、云南新增产能较多，当地供给压力近两年较大。

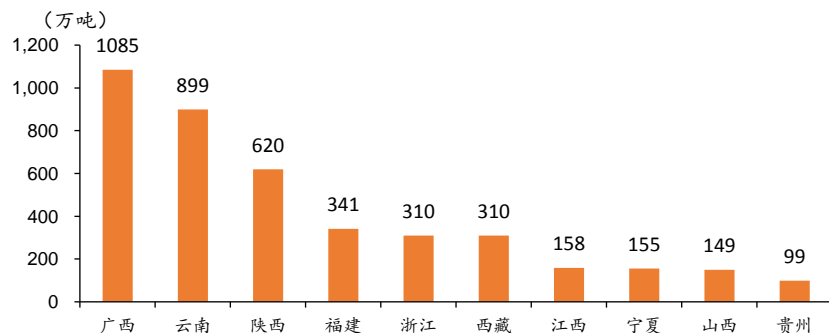
图：2007-2021年全国新点火熟料产能



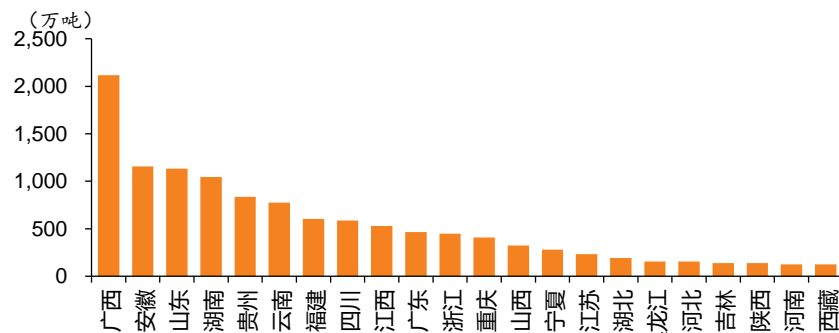
图：2012-2020年各地区新增产能情况



图：分地区拟新点火产能情况



图：21年下半年及22年各区域拟新点火产能情况



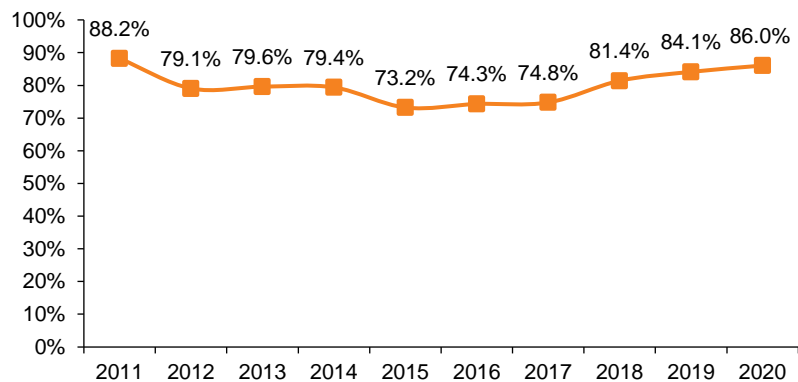
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

注：数据来源于卓创资讯，仅为初步统计，实际点火情况更少

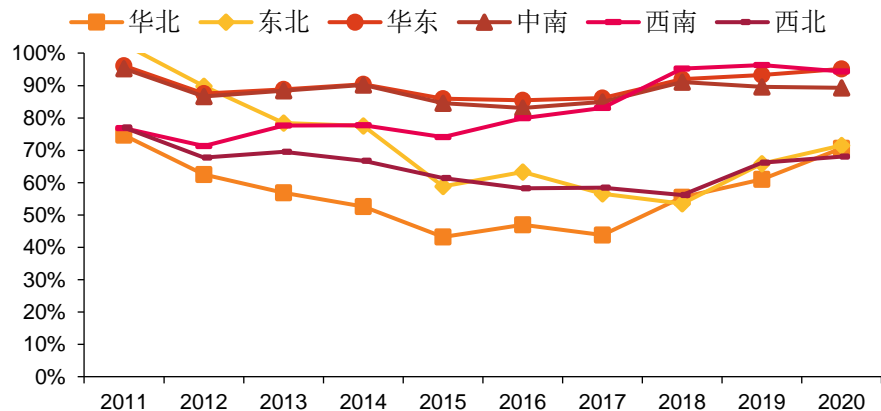
供给：产能利用率逐渐提升

- 在2017年产能见顶的同时，我国水泥产量仍未停止上升的势头，主要原因系行业产能利用率有所提升，我们计算2015-2017年行业产能利用率仅在73%-75%，2018年提升至80%以上，近两年持续好转，20年行业产能利用率已提升至86%，分区域来看，华东、西南产能利用率已达95%，中南次之，在90%左右，而三北地区产能利用率较低，仅有在70%左右，但从2017年以来的变化来看，三北地区的产能利用率提升最为明显。

图：2011-2020年我国熟料产能利用率



图：2011-2020年各区域产能利用率



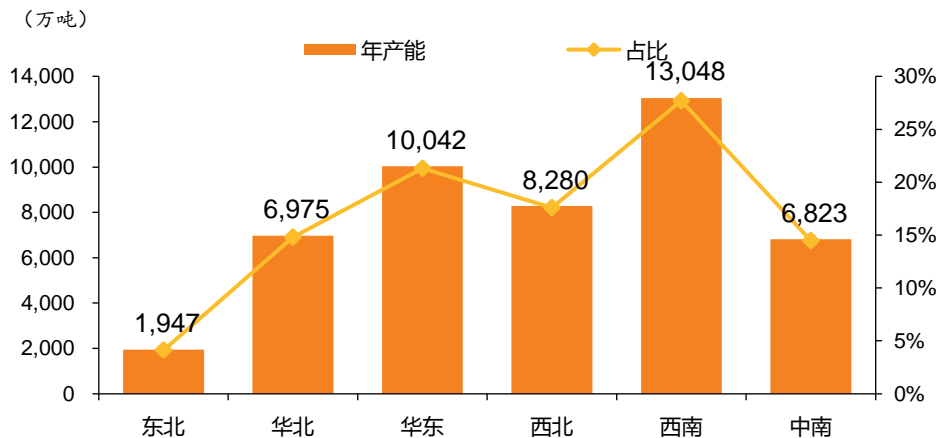
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

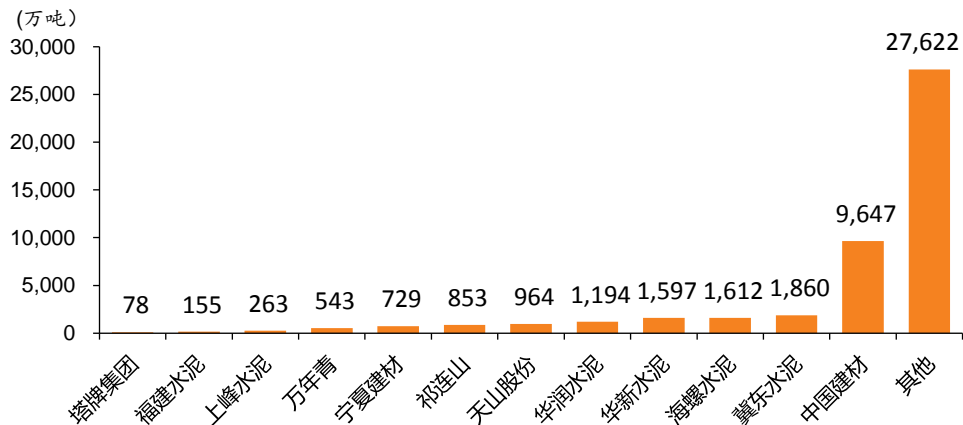
供给：政策端加快小产线退出力度

- 水泥产能退出提升至政策层面，“十四五期间”行业总产能最低将净缩减1.6亿吨。
- 19年底中国建材联合会联手15家专业协会共同制定了《建材行业淘汰落后产能指导目录》，其中日产2500吨以下的水泥熟料生产线被列入淘汰名单，要求2022年底前完全淘汰，3月10日山东省环境厅发布《全省“十四五”和2021年空气质量改善目标及重点任务》，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。**根据我们统计，水泥行业2500吨/日及以上的产线共659条，年产能达4.7亿吨，占行业总产能比重约为27%，其中西南地区最多，达1.3亿吨，其次为华东，按1.5：1的置换比例，则行业产能最低将净缩减1.6亿吨。

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：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

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

《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（修订稿）》（2020.12）

《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（2021.7）

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、平板熟料、平板玻璃项目和已经由工玻璃（**删除“（含光伏玻璃、汽车玻璃等工业玻璃原片）”**）项目，以及工业和信息化部、发展改革委联合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明确由地方视情处理、但尚未公产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换产能置换方案的在建水泥熟料换，制定产能置换方案。

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。**

产能置换办法适用范围

（1）依托现有水泥窑和玻璃熔窑实施治污减排、节能降耗、协同处置和优化布局、提升装备水平等不扩大产能的技术改造项目；

（1）依托现有水泥窑和玻璃熔窑实施治污减排、节能降耗、协同处置、提升装备水平等不扩大产能的技术改造项目；

（2）**确因当地发展规划调整，导致不属于国家明令淘汰的落后产能的生产装置迁建的，企业搬迁又未享受推出产能的资金奖补和政策支持的项目，可不制定产能置换方案，但应公示、公告项目迁建情况，主动接受监督。**

（2）确因当地发展规划调整，导致不属于国家明令淘汰的落后产能的生产装置迁建的（**水泥项目严格限制在同一地州市州范围内**），企业搬迁又未享受退出产能的资金奖补（**因员工安置、土地回收的补偿和奖励除外**）和政策支持的项目，可不制定产能置换方案，但应公示、公告项目迁建情况，主动接受监督。

（3）熔窑能力不超过150吨/天的新建工业用平板玻璃项目。

（3）熔窑能力不超过150吨/天的新建工业用平板玻璃项目。

（4）**光伏压延玻璃和汽车玻璃项目可不制定产能置换方案，但新建项目应委托全国性的行业组织或中介机构召开听证会，论证项目建设的必要性、技术先进性、能耗水平、环保水平等，并公告项目信息，项目建成后企业履行承诺不生产建筑玻璃。**

（4）光伏压延玻璃项目可不制定产能置换方案，**但要建立产能风险预警机制，规定新建项目由省级工业和信息化主管部门委托全国性的行业组织或中介机构召开听证会，论证项目建设的必要性、技术先进性、能耗水平、环保水平等，并公告项目信息（附件5），项目建成投产后企业履行承诺不生产建筑玻璃（具体文件另发）。**

可不制定产能置换方案的情形

依托现有装置实施治污减排、节能降耗等技术改造项目，在不新增产能的情况下可不制定产能置换方案。新建工业用平板玻璃项目，熔窑能力不超过150吨/天的可不制定产能置换方案。

（1）**用于置换的水泥、玻璃生产线产能必须是有效产能（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，并经升级行业协会等组织鉴定过的JT炉）且在各省省级工业和信息化主管部每年公告的本地区合规水泥熟料、平板玻璃生产线清单内（附指标）；**

（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（包括企业名称、生产线名称、窑径、备案或核准产能、实际产能、建成投产日期等）。

（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，无水水泥产品生产许可证或水泥产品生产许可证过期，未依法取得排污许可证或许可证过期的水泥熟料产能；

（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）违反错峰生产规则被省级及以上工信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，均不得用于产能置换；

（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生产线不能用于产能置换（**因错峰生产置换产能导致此情况的除外**）；

（4）2013年以来，连续停产两年及以上的生产线不能用于产能置换（**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）**光伏压延玻璃和汽车玻璃产能不能用于产能置换；**

（5）**光伏压延玻璃产能不能用于产能置换（删除“汽车玻璃产能”）**

（6）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项目；

（6）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

（7）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。

（7）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。

（1）位于国家规定的大气污染防治重点区域或跨省区实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃项目，产能置换比例分别为2:1和1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃项目，置换比例分别为1.5:1和1:1。

（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和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别**不低于**2:1和1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别**不低于**1.5:1和1:1。

（2）**对现有企业完成实质性兼并重组后实施的不扩大产能、关小上大、优化布局、提升装备水平建设项目，产能置换按1:1比例。**

（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。**

（3）**删除原（2）中相关表述**

置换比例的确定

位于国家规定的重点敏感区的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例至少为1.5:1和1.25:1；位于非环境敏感区的平板玻璃项目，产能置换比例至少为1.25:1；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。

删除原（2）中相关表述

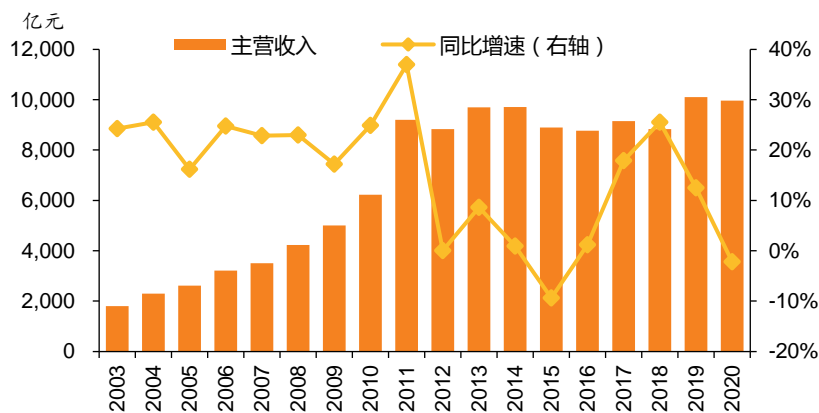
资料来源：工信部、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

行业效益：行业产能进一步集中有利于提升价格协同

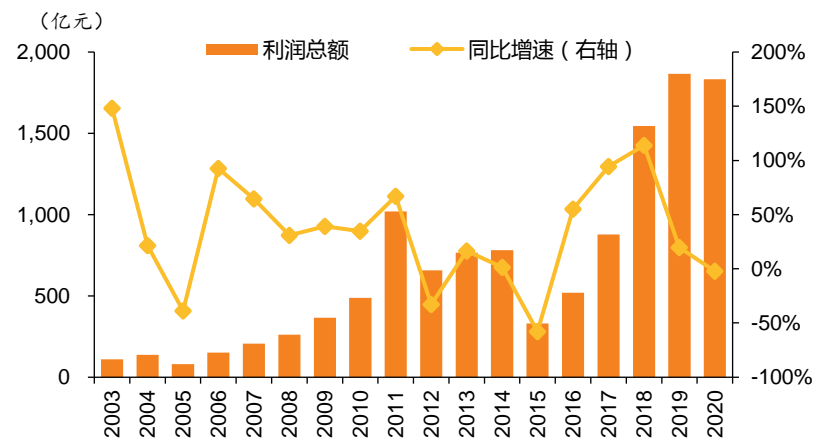
- 2020年水泥行业规模以上企业实现总收入9960亿元，同比下滑2.2%，在新冠疫情及超长梅雨天气双重影响下，前三季度水泥价格总体仍保持相对合理水平，但Q4旺季企业停产情况不及19年，同时区域流动性增加填补了供给缺口，使得水泥价格弹性下降，但整个行业效益依旧保持稳定，全年利润总额1833亿元，同比下滑2.1%。1-6月规模以上水泥工业营业收入同比增长13.2%，利润总额同比下降7.2%，反映水泥企业盈利压力进一步加大，下半年可能有所缓和。
- 未来行业关注点将聚焦于碳中和及碳达峰目标下行业供需两端的改变，我们认为需求端增长空间已有限，甚至长期将会收缩，而供给端高能耗小企业预计加快出清，大企业市占率将进一步提升，区域协同性将进一步增强，提高价格控制力，供需将维持动态平衡，另一方面，新版实施办法要求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。由于我国各区域水泥产能利用率差别较大，南方普遍高于北方，而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，且目前部分省份已明确提出严禁新增产能，未来水泥行业供给端有望迎来实质性改善。

图：2003-2020年水泥行业规模以上企业收入及同比增速



资料来源：工信部、天风证券研究所

图：2003-2020年水泥行业规模以上企业利润总额及同比增速



重点水泥公司估值表

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		
				2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2018	2019	2020
600585.SH	海螺水泥	2,287	39.96	298.1	335.9	351.3	356.0	376.1	5.63	6.34	6.63	6.72	7.10	7.67	6.81	6.51	6.43	6.08	1.82	1.49	1.26	1.09	0.96	4.1%	4.9%	5.2%
000401.SZ	冀东水泥	189	12.70	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	12.75	7.00	6.64	5.62	5.15	0.61	0.62	0.56	0.53	0.46	3.1%	3.9%	3.9%
000672.SZ	上峰水泥	164	19.09	14.7	23.3	20.3	23.3	27.4	1.81	2.87	2.49	2.86	3.37	11.12	7.02	8.08	7.03	5.98	4.36	2.69	2.17	1.75	1.44	2.2%	4.9%	4.6%
000789.SZ	万年青	101	11.98	11.4	13.7	14.8	16.7	17.9	1.43	1.72	1.86	2.10	2.25	8.88	7.38	6.82	6.03	5.64	1.57	1.27	0.99	0.76	0.60	7.0%	6.1%	6.1%
000877.SZ	天山股份	170	14.75	12.4	16.4	15.2	18.3	20.8	1.18	1.56	1.45	1.75	1.98	13.71	10.41	11.23	9.28	8.20	1.84	1.53	1.37	1.21	1.07	2.8%	3.7%	3.5%
002233.SZ	塔牌集团	128	10.32	17.2	17.3	17.8	19.1	21.5	1.45	1.45	1.49	1.61	1.80	7.43	7.39	7.19	6.69	5.96	1.37	1.26	1.18	1.08	0.99	8.1%	8.1%	7.2%
600449.SH	宁夏建材	58	11.52	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	13.54	7.54	6.01	5.12	4.35	1.06	0.93	0.83	0.72	0.62	2.6%	4.5%	5.8%
600720.SH	祁连山	87	10.41	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	13.33	7.07	6.07	4.86	4.41	1.28	1.08	0.94	0.82	0.70	2.7%	5.3%	6.2%
600801.SH	华新水泥	445	19.30	51.8	63.4	56.3	65.5	76.2	3.46	3.02	2.69	3.13	3.63	8.59	7.02	7.91	6.79	5.84	2.43	1.73	1.57	1.29	1.10	6.2%	6.5%	5.8%

注：表中市值数据截至2021年9月3日收盘，除万年青2021、2022年盈利预测为wind一致预期外，其他公司盈利预测均来自天风建材团队

资料来源：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（0905）

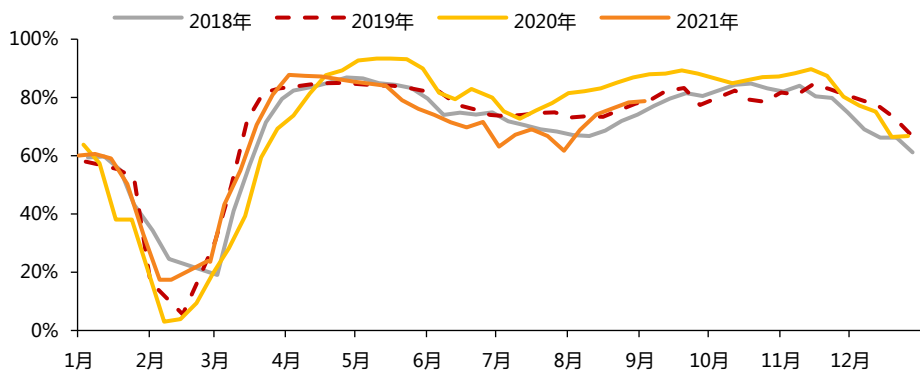
- 水泥出货率：环比提高0.4pct，总体需求依然向好，华东、西南地区涨幅明显
- 磨机开工率：周环比提高4pct，下游需求持续好转，华东、中南地区涨幅居前
- 库存：全国环比下降2pct，中南、西南地区降幅居前
- 价格：环比上涨13.2元/吨，市场处于旺季，未来仍有上涨空间
- 水煤价差：国内动力煤市场整体维持高位，水泥价格上涨带动企业盈利能力环比小幅提升

水泥出货率：环比提高0.4pct，总体需求依然向好，华东、西南地区涨幅明显

上周全国水泥出货率79%，周环比+0.4pct，年同比低9pct，8月末9月初，天气相对好转，雨水天气影响范围集中在少数区域，总体需求环比进一步提升，华东、西南地区水泥出货涨幅居前。

华北地区水泥出货率71%，周环比-1pct，年同比低5pct，北京地区下游需求相对稳定，水泥出货率保持在八成半，天津地区保持在七成，山西、内蒙古地区出货率保持在六成，河北地区水泥出货环比下降5pct。**东北地区水泥出货率73%，周环比+1.7pct，年同比高8pct**，辽宁地区本地市场需求好转，且南下量有所提升，水泥出货率环比提高5pct，吉林地区水泥出货率保持在八成半，黑龙江地区出货率保持在六成。

图：2018-2021年分年度全国水泥出货率

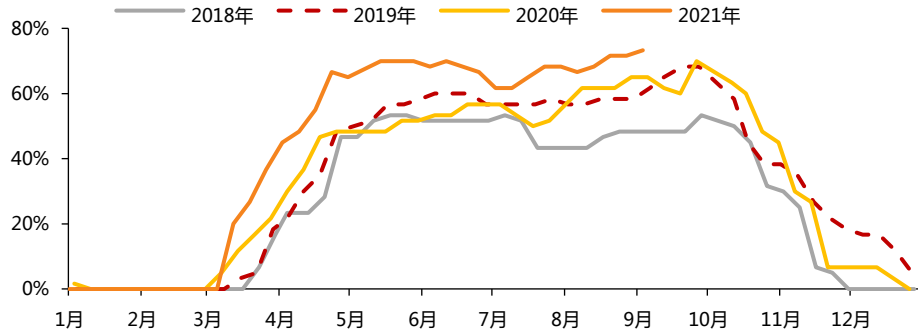
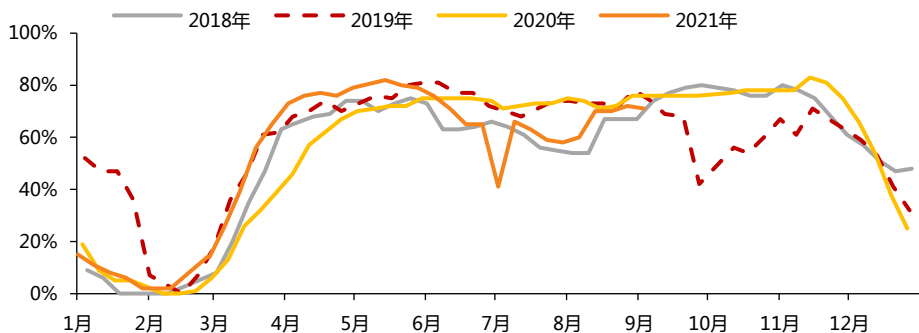


图：2018-2021年全国水泥出货率走势图



图：2018-2021年分年度华北水泥出货率

图：2018-2021年分年度东北水泥出货率

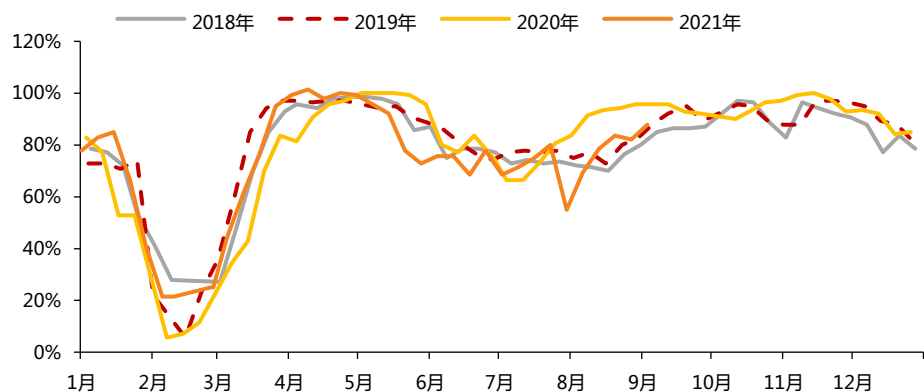


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

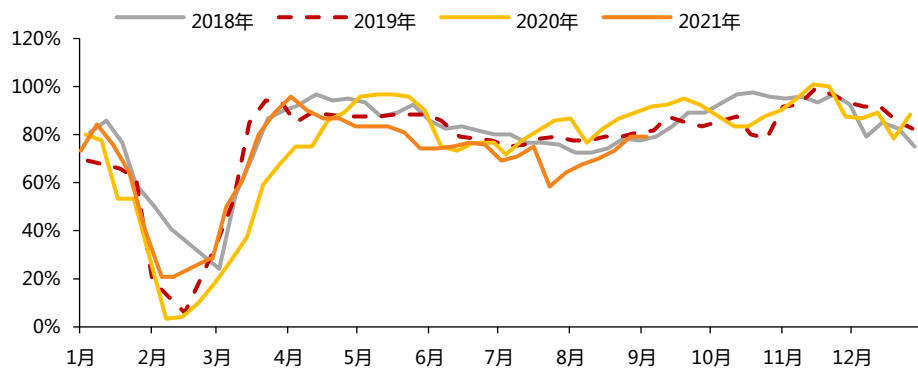
水泥出货率：环比提高0.4pct，总体需求依然向好，华东、西南地区涨幅明显

➢ **华东地区水泥出货率88%，周环比提高5.7pct，年同比低8pct**，上海、浙江、江西地区天气晴好，下游需求表现良好，出货率环比提高10pct，江苏地区出货率保持在九成，安徽地区保持在七成半，福建、山东地区天气晴好下游需求向好，出货率环比提高5pct。**中南地区出货率79%，周环比保持不变，年同比低13pct**，河南地区短期连续遭遇暴雨天气，出货率环比-5pct，湖北地区保持在八成，湖南地区环比+5pct，广东地区下游需求良好，出货率保持在九成，广西、海南地区出货保持在7-8成。**西南地区出货率70%，周环比+2.5pct，年同比低15pct**，重庆地区进入施工旺季，出货率环比提高10pct，四川地区保持在七成，贵州、云南地区出货率保持在六成；**西北地区出货率64%，周环比+1pct，年同比低7pct**，陕西、青海、宁夏地区出货率保持在6-7成，甘肃地区进入旺季，下游需求表现良好，出货率环比提高5pct，新疆地区出货率保持在四成半。

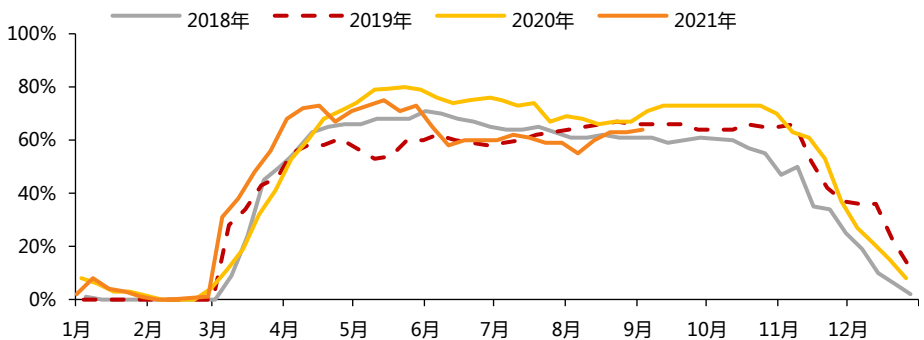
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



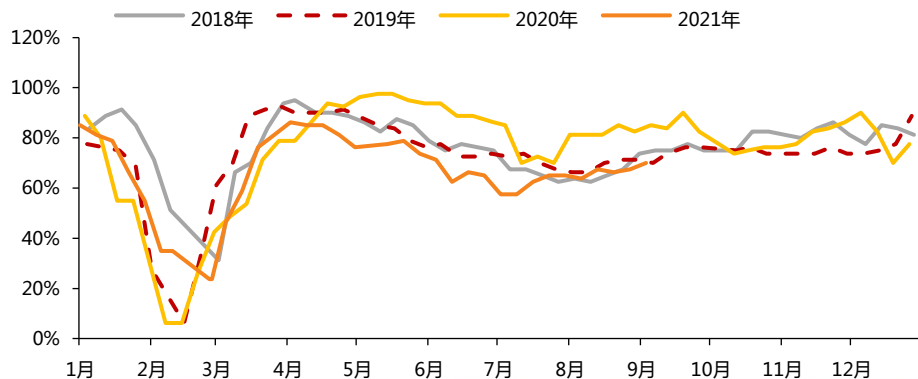
图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



图：2018-2021年分年度西北水泥出货率



图：2018-2021年分年度西南水泥出货率



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

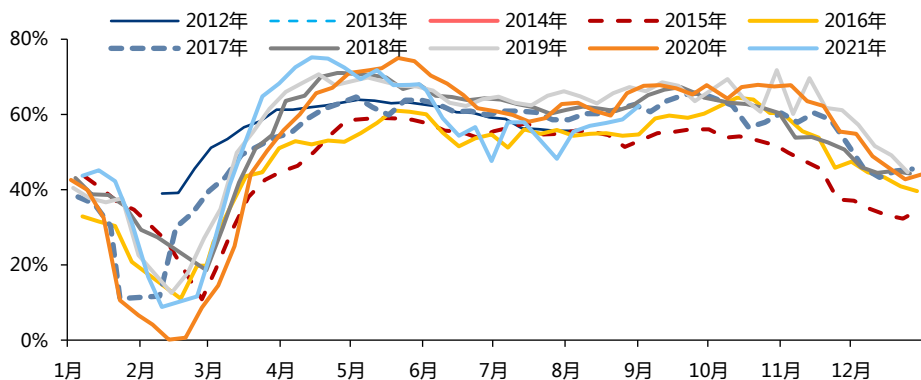
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

磨机开工率：周环比提高4pct，下游需求持续好转，华东、中南地区涨幅居前

上周全国水泥磨机开工率62%，周环比提高4pct，年同比低5pct。随着天气好转，加之旺季到来水泥需求季节性增加，除东北地区外，其他地区水泥磨机开工率均有不同程度提高。

华北地区水泥磨机开工率44%，周环比提高3pct，年同比低5pct，北京、天津、内蒙古地区磨机开工环比提高5pct，河北地区开工率保持在六成半，山西地区开工率保持在四成。东北地区水泥磨机开工率53%，周环比保持不变，年同比高3pct。辽宁地区开工率保持在四成，吉林地区保持在六成，黑龙江地区开工率保持在六成。

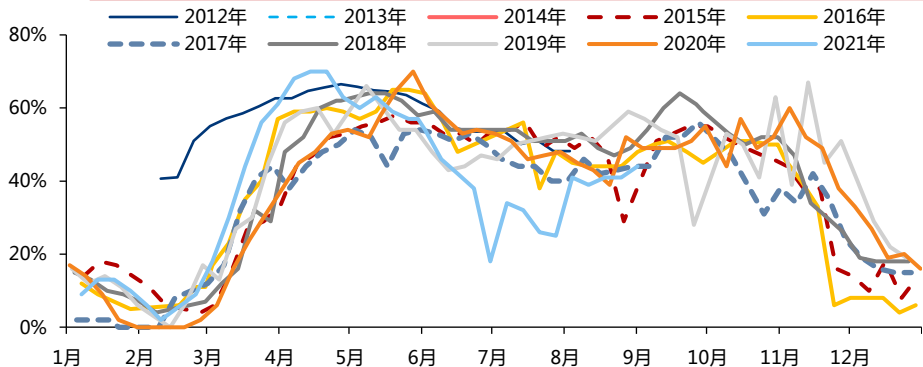
图：分年度全国水泥磨机开工率



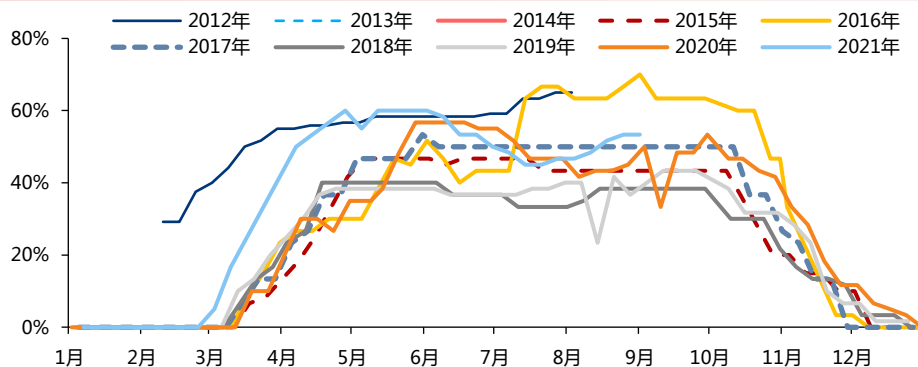
图：全国磨机开工率走势图



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



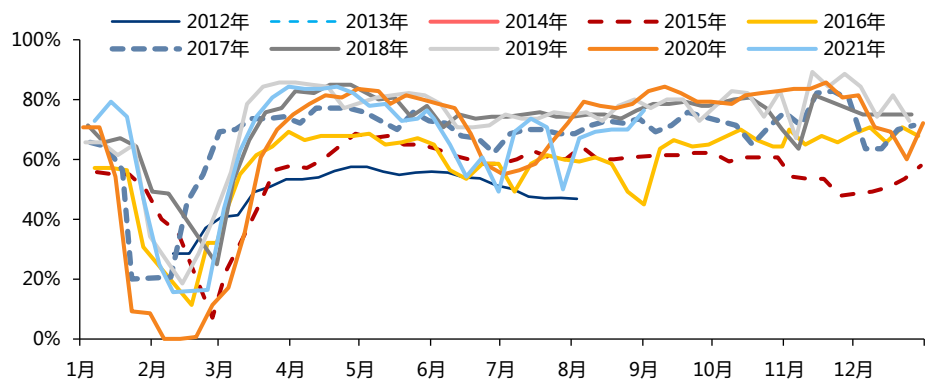
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

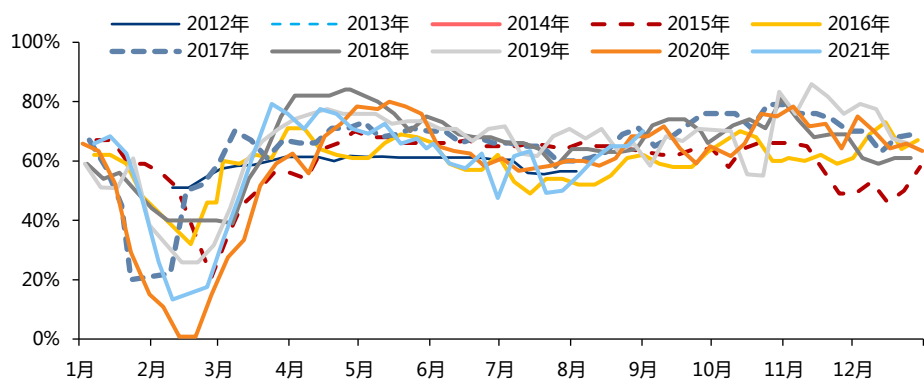
磨机开工率：周环比提高4pct，下游需求持续好转，华东、中南地区涨幅居前

➤ 华东地区水泥磨机开工率76%，周环比提高6pct，年同比低6pct，上海、浙江、安徽、山东地区开工率环比提高5pct，江西地区开工率环比提高15pct，福建地区雨水天气减少，下游需求有所恢复，开工率环比提高10pct，江苏地区开工率保持在七成半；中南地区水泥磨机开工率70%，周环比+5pct，年同比高2pct，河南、湖南、广西、海南地区开工率均环比提高5pct，湖北地区开工率环比提高10pct，广东地区开工率保持在七成；西南地区开工率61%，周环比+2pct，年同比低21pct，重庆、四川、贵州地区开工率保持在6-7成，云南地区限电情况有所缓解，开工率环比提高10pct，西藏地区开工量从保持在五成；西北地区开工率58%，周环比+2pct，年同比低2pct，陕西、宁夏、新疆地区开工率保持在5-6成，甘肃、青海地区开工率环比提高5pct。

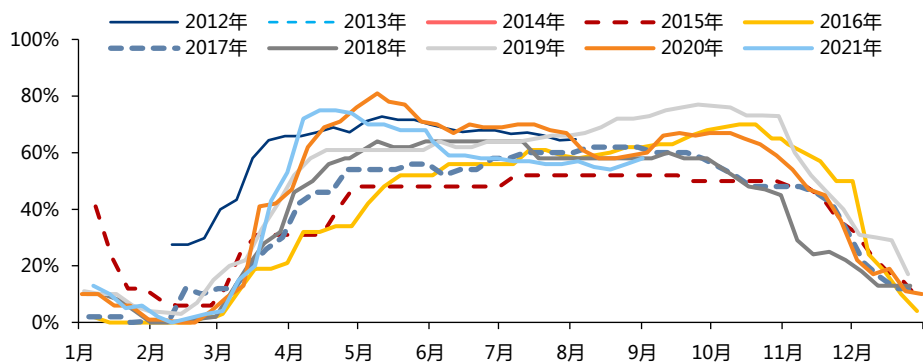
图：分年度华东水泥磨机开工率



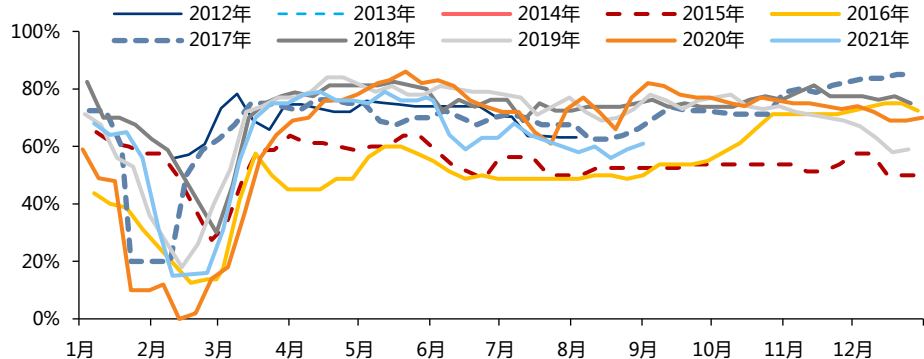
图：分年度中南水泥磨机开工率



图：分年度西北水泥磨机开工率



图：分年度西南水泥磨机开工率



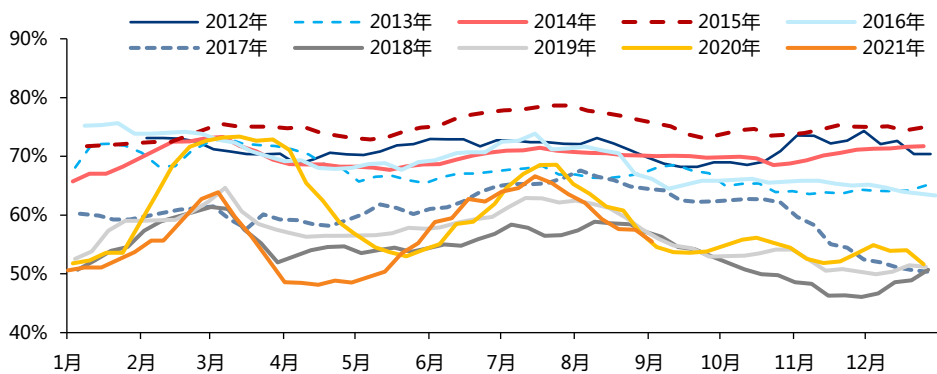
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

库存：全国环比下降2pct，中南、西南地区降幅居前

上周全国水泥库存56%，周环比下降2pct，年同比高1pct。本周全国水泥需求继续好转降库存，供给方面，部分地区错峰停窑缓解供给压力，中南、西南地区库存降幅较大。

➤ **华北地区水泥库存59%，周环比保持不变，年同比高2pct**，北京地区库存保持在四成，天津地区库存保持在五成，河北地区库存环比提高10pct，山西地区库存环比降低10pct，内蒙古地区库存保持在七成。**东北地区水泥库存55%，周环比保持不变，年同比高8pct**，辽宁地区库存保持在六成半，吉林地区库存保持在四成半，黑龙江地区库存保持在五成半。

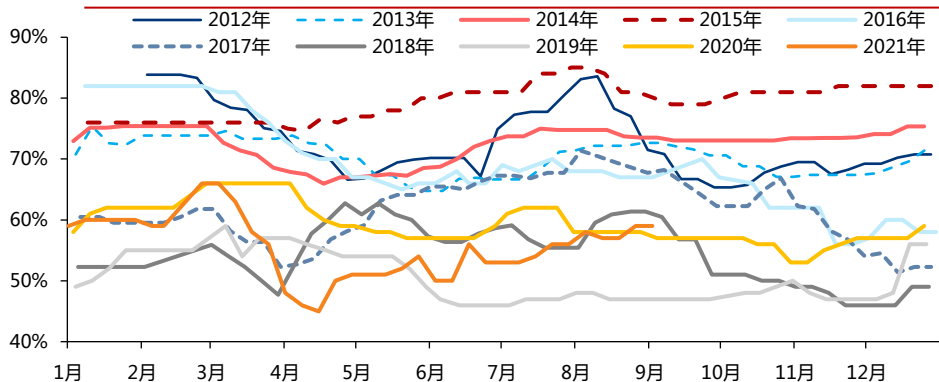
图：分年度全国水泥库存



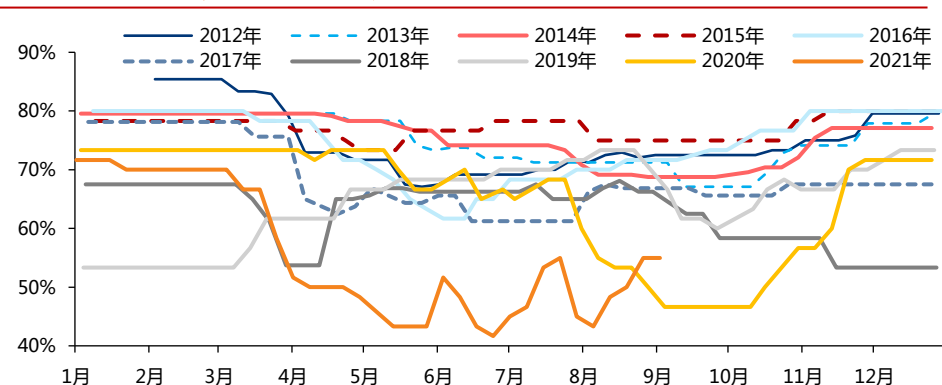
图：全国水泥库存走势图



图：分年度华北水泥库存



图：分年度东北水泥库存

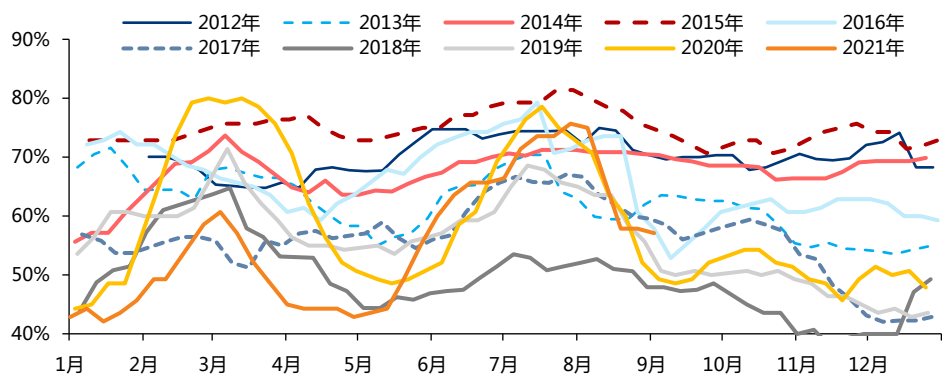


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

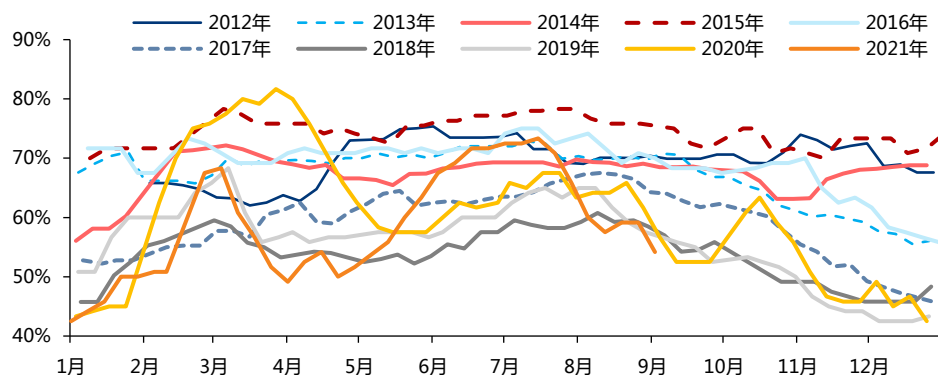
库存：全国环比下降2pct，中南、西南地区降幅居前

➤ **华东地区水泥库存57%，周环比下降0.7pct，年同比高8pct**，上海地区库存环比下降5pct，江苏、安徽、福建、江西地区库存保持在6-7成，浙江地区库存保持在五成，山东地区库存保持在四成；**中南地区水泥库存54%，周环比下降5pct，年同比低3pct**，河南地区库存保持在七成，湖北地区库存环比下降10pct，湖南地区库存环比+5pct，广西地区库存环比-5pct，广东地区受能源管控影响，库存环比下降20pct，海南地区保持在六成；**西北地区水泥库存56%，周环比下降2pct，年同比低2pct**，陕西地区水泥库存保持在七成，青海地区保持在五成，宁夏、新疆地区保持在六成，甘肃地区库存环比下降10pct；**西南地区水泥库存50%，周环比-5pct，年同比低13pct**，重庆地区库存环比下降10pct，贵州地区错峰生产执行较好，库存环比下降10pct，四川地区库存保持在五成半，云南地区库存保持在四成半。

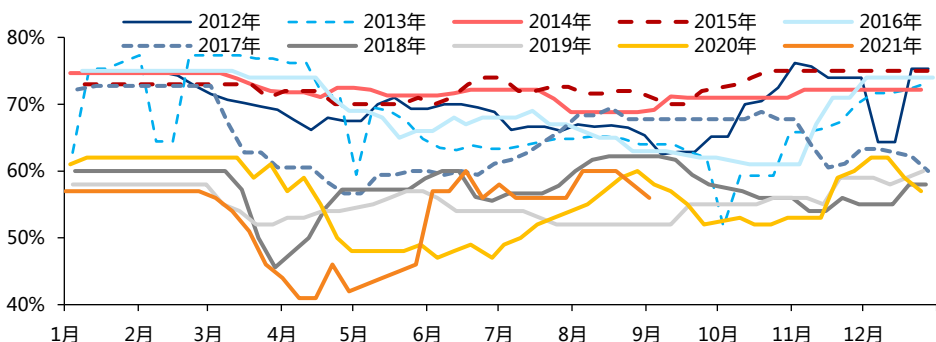
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



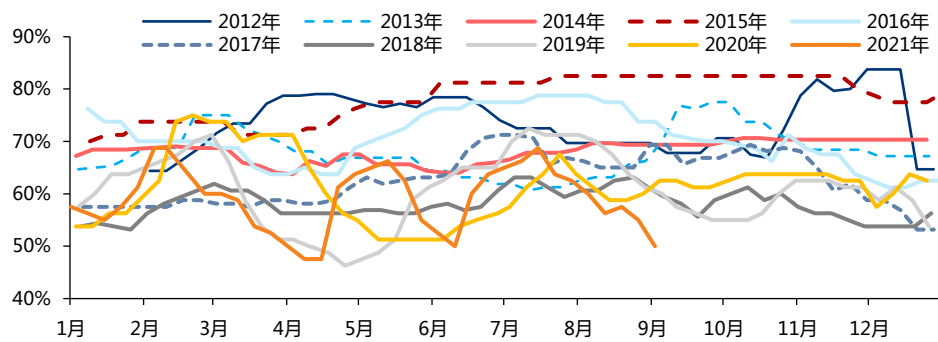
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



图：2015-2021年分年度西北水泥库存



图：2015-2021年分年度西南水泥库存



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

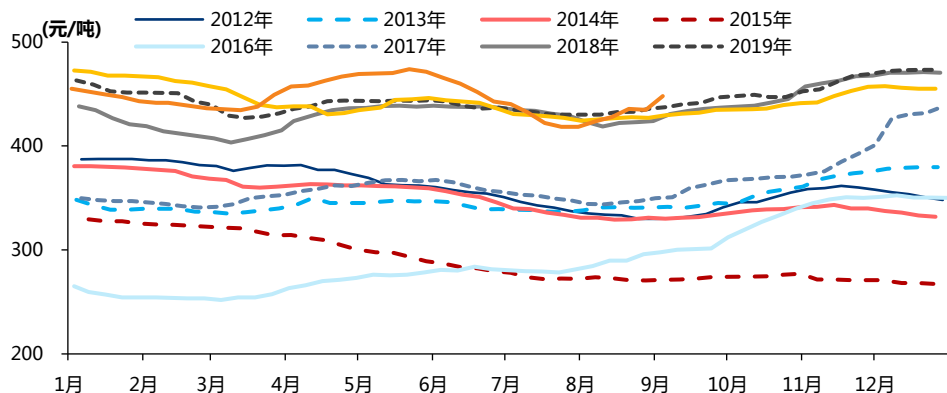
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

价格：环比上涨13.2元/吨，市场处于旺季，未来仍有上涨空间

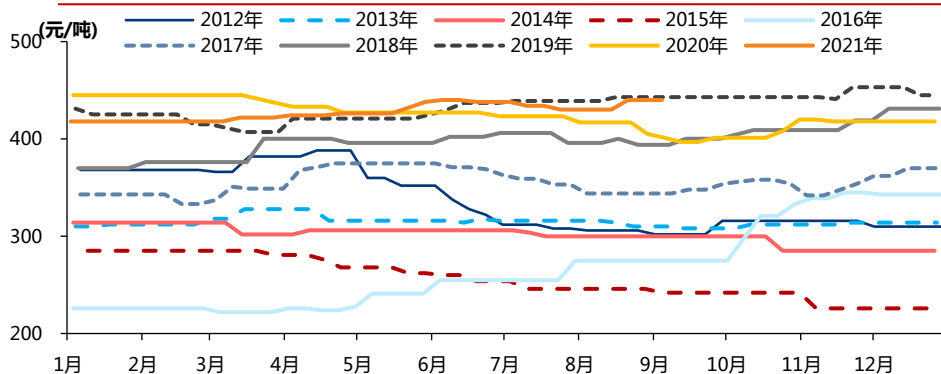
本周全国水泥价格448元/吨，周环比+13.2元/吨，年同比高18.5元/吨。8月底9月初，国内水泥市场需求环比进一步提升，部分省份达到产销平衡，华北、西北和华中等地区下游需求恢复相对缓慢，但较前期相比也有改善，因企业仍在执行错峰生产，整体库存保持在中等合理位置，支撑水泥价格继续上行。

华北地区水泥均价440元/吨，周环比保持不变，年同比高39元/吨，华北地区前期水泥价格上调执行到位，下游需求环比无明显变化，本期价格保持不变；东北地区水泥均价447元/吨，周环比提高23.3元/吨，年同比高110元/吨。辽宁地区水泥价格上调50元/吨，企业南下发货量提升，以及随着本地市场需求好转，企业通过行业自律推涨价格。黑龙江地区水泥价格上调15-50元/吨，主要是因为工程项目即将开始赶工期，下游需求将会有所提升，加之煤炭等原材料成本大幅上涨，企业为提升运营质量，开始推涨水泥价格。

图：全国月度水泥价格比较



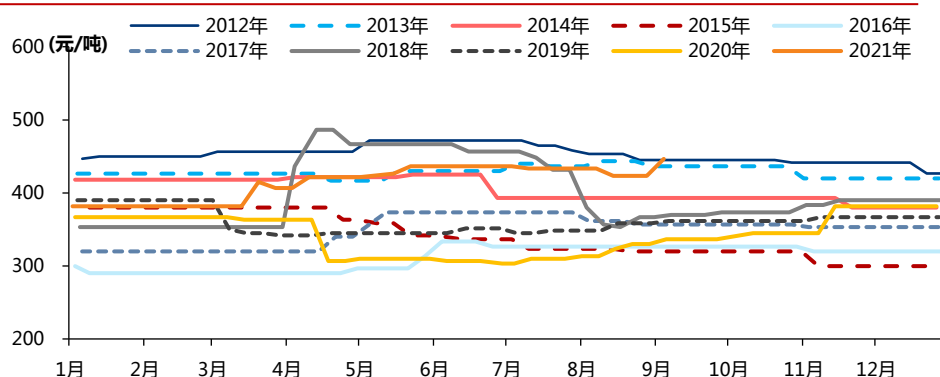
图：华北月度水泥价格比较



图：全国水泥价格走势



图：东北月度水泥价格比较

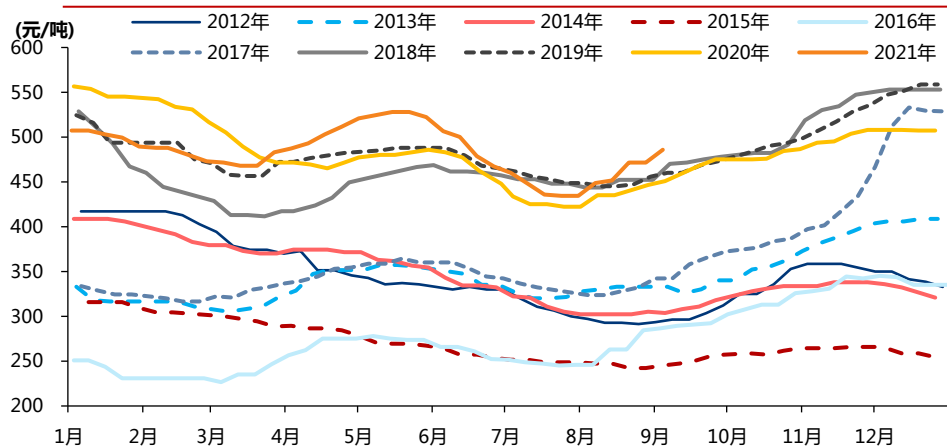


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

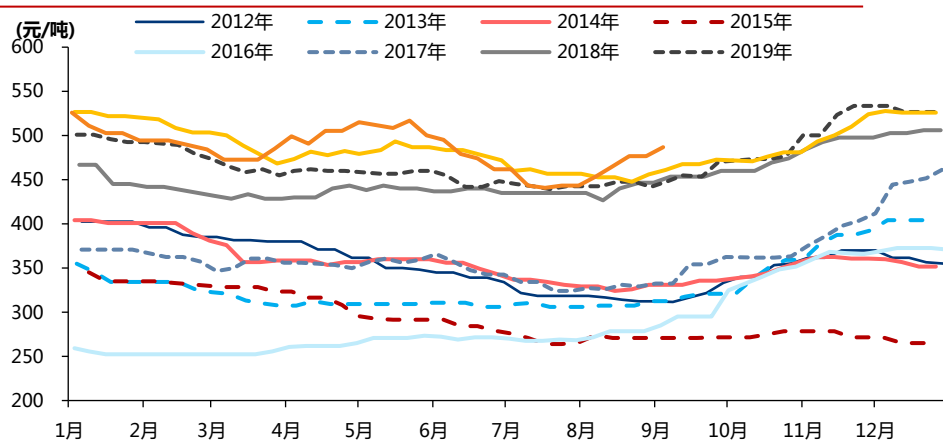
价格：环比上涨13.2元/吨，市场处于旺季，未来仍有上涨空间

- **华东地区水泥均价486元/吨，周环比+14.3元/吨，年同比高35元/吨**，华东地区水泥价格继续上行。江苏南京地区水泥企业公布第三轮上调30元/吨，疫情和天气影响因素消退，下游需求继续恢复，推动价格与周边地区同步上调。浙江地区水泥价格第三轮上调，雨水天气减少，下游需求不断恢复，企业发货基本能达产销平衡，熟料价格和外围水泥价格陆续上调，本地跟随上行。安徽地区工程项目和搅拌站因资金短缺，开工率不足，下游需求恢复有限，价格短期以稳为主。江西地区水泥价格平稳，主要是受房地产项目施工放缓，以及农村市场需求萎缩，销售压力较大。福建全省水泥价格第二轮上调价格40元/吨，一是雨水天气减少，各地区下游需求均有不同程度恢复，二是企业陆续执行错峰生产，库存有所降低，销售压力得到缓解；三是煤炭等原材料价格居高不下，企业生产成本同比大幅提升，以及周边地区水泥价格陆续上涨，为提升盈利，本地企业积极推动价格上调。山东地区水泥价格平稳，市场进入旺季，工程和搅拌站开工率上升，预计后期水泥价格将趋强运行。
- **中南地区水泥均价487元/吨，周环比提高10元/吨，年同比高25.8元/吨**，中南地区水泥价格趋强运行。广东部分地区企业公布水泥价格上调30元/吨，雨水天气减少，下游需求继续恢复，且受能源管控，针对水泥企业存有限电情况，库存较低企业率先上调水泥价格。广西需求表现一般，但受限电限产影响，价格将继续大涨。湖南地区水泥价格平稳，下游需求无明显提升，因错峰停产执行情况较好，库存暂无压力，企业有计划继续上调水泥价格。湖北武汉地区水泥价格上调30元/吨，下游需求相对稳定，价格上调主要是受长三角和重庆地区价格上涨带动，区域内企业积极跟进。河南全省水泥企业于9月3日公布水泥价格上调30元/吨，价格上调主要是企业开展行业自律推动，计划9月5日开始执行为期15天错峰生产，收缩供给以提升价格，目前区域价格较低，生产成本大幅增加后，部分企业已处于亏损状态，各企业为提升盈利，积极推动价格上调。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较



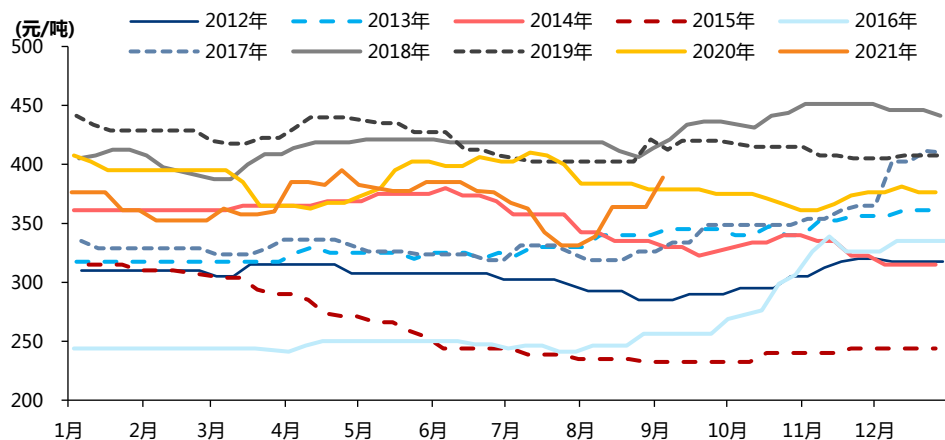
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

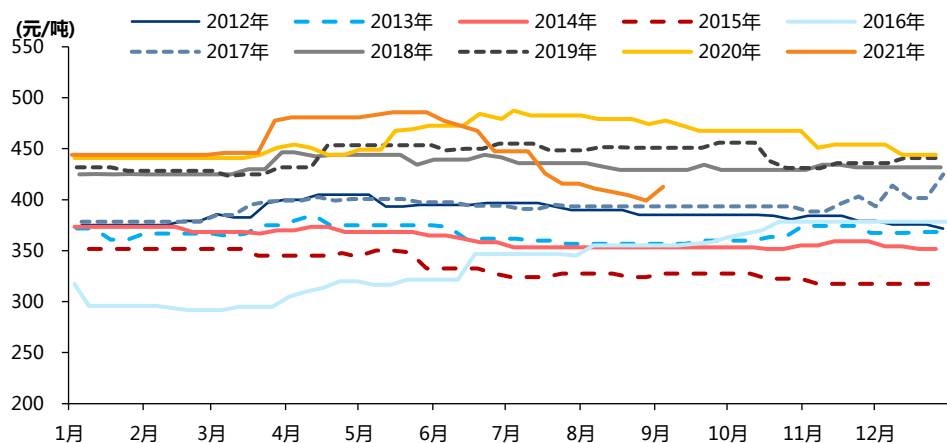
价格：环比上涨13.2元/吨，市场处于旺季，未来仍有上涨空间

- **西南地区水泥均价389元/吨，周环比提高25元/吨，年同比高10元/吨**，西南地区水泥价格继续上调。四川成都地区水泥价格上调50元/吨，由于环保督察影响，下游需求不温不火，但受益于错峰生产，库存无压力，随着外围地区水泥价格大幅上调，以及市场即将进入需求旺季，本地企业积极推涨。重庆地区水泥价格第二轮上调30-50元/吨，价格上调主要还是企业利润微薄，以及贵州地区水泥价格连续上调，本地企业跟涨为主。云南昆明地区水泥价格上调30元/吨，价格上涨主要是依靠行业自律为主。贵州地区水泥价格第二轮上调执行到位，幅度30-50元/吨，价格上调主要是企业经营压力较大，前期价格一直较低，多数企业处于亏损状态，在重拾行业自律后，错峰生产执行到位，各企业库存普遍不高，继续推动价格上涨。西藏拉萨地区水泥价格上调50元/吨，一方面，下游需求环比前期有所恢复，后期还有重点工程项目启动；另一方面，原燃材料价格上涨，前期价格连续下调后，处于相对偏低水平，为提升盈利，企业陆续上调水泥价格。
- **西北地区水泥均价413元/吨，周环比提高13.3元/吨，年同比低65元/吨**，西北地区水泥价格大幅推涨。陕西关中地区水泥价格继续推涨50元/吨，煤炭价格持续高位，且前期本地价格持续下跌，各企业通过行业自律再次推涨价格。由于全运会即将召开，以及受持续降雨影响，库存高位承压，价格完全落实或有一定难度。甘肃兰州地区水泥价格暂稳，随着市场进入旺季，下游需求明显好转，为提升盈利，完成任务目标，水泥企业计划后期上调价格20元/吨。宁夏部分地区水泥价格推涨25-30元/吨，主要是煤炭价格大幅上涨，且前期区域内价格已下调至较低水平，企业为提高运营质量，再次推涨价格。

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

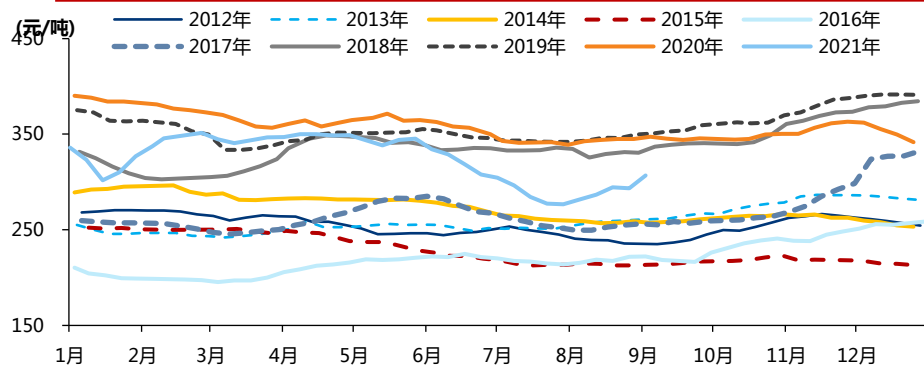
水煤价差：国内动力煤市场整体维持高位，水泥价格上涨带动企业盈利能力环比小幅提升

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差307元/吨，周环比提高13元/吨，年同比低41元/吨。产地方面，进入9月后国内随陕蒙局部地区煤矿煤管票趋于宽松，煤炭产量多有释放，其中鄂尔多斯地区煤炭日产量回升至200万吨以上，煤矿销售情况向好，多未有存煤，下游需求主要来源于周边化工厂及站台刚性补库需求；榆林地区煤矿销售则继续以线上竞拍为主，下游用户调运积极，相关部门继续加强对煤价的调控力度。港口方面，本周北方港口动力煤市场仍有支撑。近期受下水煤发运成本高企影响，贸易商发运积极性不高，港口煤炭库存下滑压力较大，截至9月2日秦皇岛港煤炭库存384万吨，较上周同期减少61万吨，降幅达13.71%。目前港口高热值煤资源尤其短缺，而下游用户刚性补库需求继续释放，均对港口动力煤市场形成支撑。

图：秦皇岛港：动力末煤（Q5500）平仓价



图：分年度全国水泥煤炭价格差



图：2015-2021年全国水泥煤炭价格差走势



资料来源：Wind、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