

水泥制造

限电限产力度继续加大，水泥价格再迎大幅上涨

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



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

核心观点：

- **我们对当前水泥板块观点如下：**上周水泥指数下跌4.91%。9月份以来，水泥板块上涨核心在于部分地区在能耗双控压力下对水泥企业限产，导致供给端大幅收缩（8月份上涨逻辑更多在于需求端出现边际改善迹象，企业成本高企下共同推动涨价），考虑到十四五能耗双控任务艰巨，目标完成有压力，预计限产或将贯穿整个四季度，但具体力度或根据实际降耗情况而有所调整，参考2010年，限产导致水泥价格大幅拉涨，下半年华东地区水泥价格最高涨幅达206元/吨，考虑到今年煤炭成本高+基建需求边际改善预期强，旺季限产或推动水泥价格大幅上涨。
- 9月22日，中国水泥协会发布关于稳定两广和江浙地区以及云南水泥市场价格的通知，倡导各大水泥集团采取措施，加大物流调度，填补市场空缺，平抑局部地区价格过快上涨，但我们认为此次稳价倡议对价格上涨的影响有限，此轮涨价的核心在于限产导致供需平衡被严重破坏，后续来看，一方面Q4是南方传统旺季，需求仍有一定支撑，另一方面，我们预计Q4部分省份限产力度可能边际放缓，但限产并不会完全取消，市场供给缺口仍然存在，因此在市场规律下，价格仍会继续上涨，同时考虑煤炭价格上涨的因素，当前多数省份企业吨盈利涨幅并不大，我们判断前期涨幅过高的区域如两广地区水泥价格涨幅或有放缓，其他涨幅较小的地区将继续提价。
- **3) 近期水泥行业动态：**1-8月水泥产量15.73亿吨，较20年/19年同期分别+8.3%/6.8%，8月单月水泥产量2.15亿吨，较20/19年同期分别-5.2%/+2.3%，8月水泥需求环比略有好转。上周全国水泥市场价格环比大幅攀升，全国水泥均价545元/吨，周环比大幅上涨39元/吨，年同比高110元/吨，华东、中南、西南、西北和东北地区水泥价格继续上调，幅度30-150元/吨。上周部分省份限电限产力度继续加强，上周浙江、广东限产力度继续加大，安徽、湖南等省份接连发布关于做好有序用电工作的紧急通知，据反馈，部分水泥企业已经收到限产通知，预计市场供应将继续严重短缺，同时煤炭价格成本不断上升，企业生产成本增加，促使全国大多数地区水泥价格出现超大幅度上涨。
- **成长性角度，推荐【华新水泥】**（西南地区水泥价格有望走出洼地，水泥+业务增长弹性高）、**【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）、业绩弹性建议关注**【万年青】**（周边区域未来存限产可能，公司主要区域江西水泥价格仍有较大提涨预期），**【塔牌集团】**（两广地区水泥价格涨幅最高，预计公司吨盈利改善幅度大），另推荐**【海螺水泥】**（规模及成本优势兼备的全国龙头，业绩稳定性高）。

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。

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	2,306	47.64	298.1	335.9	351.3	356.0	376.1	5.63	6.34	6.63	6.72	7.10	7.73	6.86	6.56	6.48	6.13	2.17	1.77	1.50	1.30	1.15	3.9%	4.6%	4.9%
000401.SZ	冀东水泥	192	14.38	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	12.97	7.12	6.75	5.71	5.24	0.69	0.70	0.63	0.60	0.52	2.9%	3.7%	3.7%
000672.SZ	上峰水泥	180	24.58	14.7	23.3	20.3	23.3	27.4	1.81	2.87	2.49	2.86	3.37	12.22	7.72	8.88	7.73	6.57	5.61	3.46	2.79	2.25	1.85	1.8%	4.1%	3.8%
000789.SZ	万年青	120	16.66	11.4	13.7	14.8	16.7	17.9	1.43	1.72	1.86	2.10	2.25	10.51	8.73	8.07	7.14	6.68	2.18	1.77	1.38	1.05	0.84	5.3%	4.7%	4.7%
000877.SZ	天山股份	165	17.13	12.4	16.4	15.2	18.3	20.8	1.18	1.56	1.45	1.75	1.98	13.27	10.07	10.86	8.98	7.93	2.14	1.77	1.59	1.40	1.24	2.4%	3.2%	3.1%
002233.SZ	塔牌集团	148	13.78	17.2	17.3	17.8	19.1	21.5	1.45	1.45	1.49	1.61	1.80	8.58	8.53	8.30	7.72	6.88	1.83	1.68	1.57	1.44	1.33	6.9%	6.9%	6.0%
600449.SH	宁夏建材	57	12.85	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	13.35	7.44	5.93	5.05	4.29	1.19	1.04	0.92	0.80	0.69	2.5%	4.3%	5.6%
600720.SH	祁连山	89	12.41	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	13.62	7.23	6.21	4.97	4.50	1.52	1.29	1.12	0.98	0.83	2.6%	5.0%	5.9%
600801.SH	华新水泥	491	26.00	51.8	63.4	56.3	65.5	76.2	3.46	3.02	2.69	3.13	3.63	9.47	7.74	8.71	7.49	6.44	3.27	2.33	2.12	1.74	1.48	4.9%	5.2%	4.6%

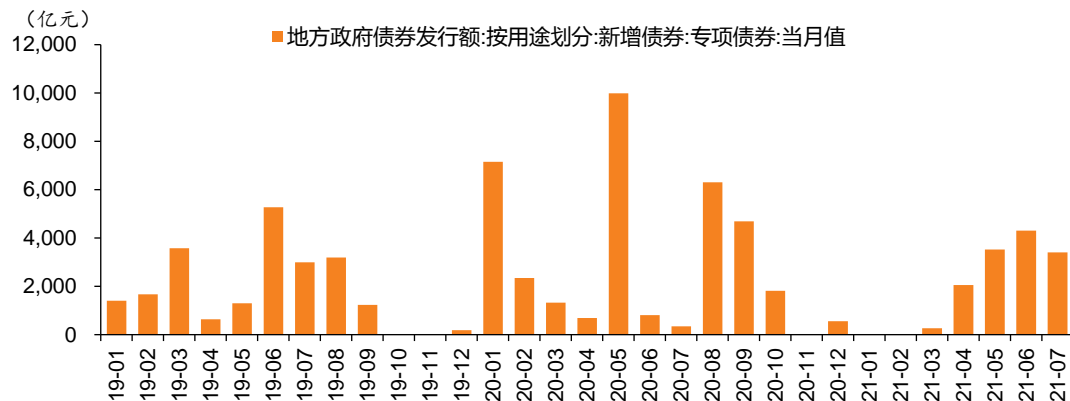
注：表中市值数据截至2021年9月24日收盘，除万年青2021、2022年盈利预测为wind一致预期外，其他公司盈利预测均来自天风建材团队

资料来源：Wind、天风证券研究所

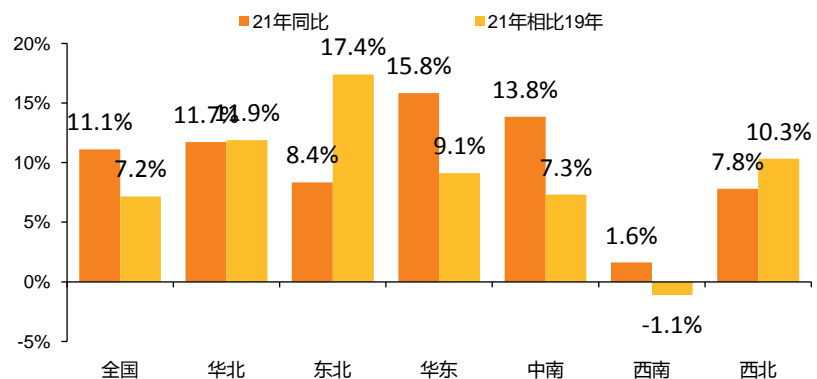
需求展望：下半年有望出现好转

- 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，8月单月专项债发行额4884亿元，创21年单月历史新高。
- 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。

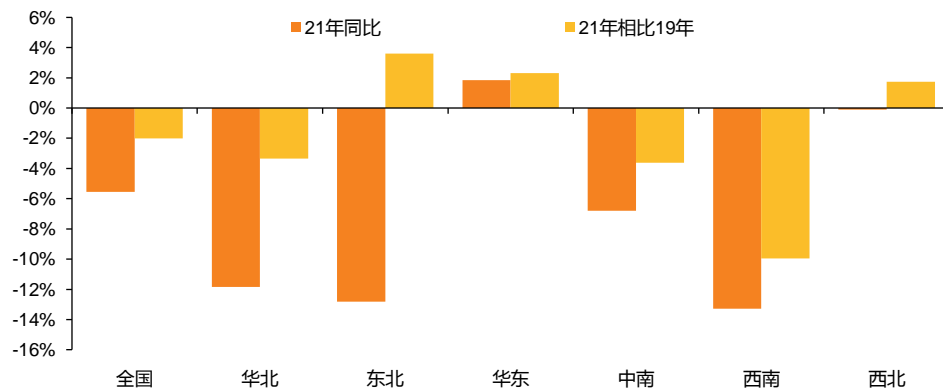
图：21年地方政府专项债发行情况



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%

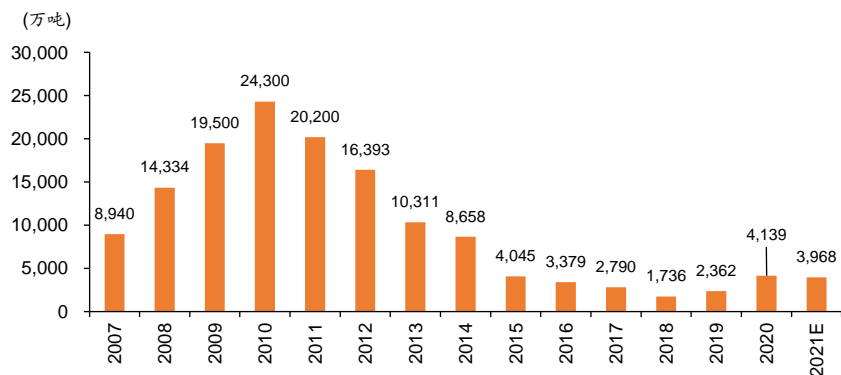
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

供给：拟点火产能较20年基本持平，新增产能集中在广西、云南局部地区

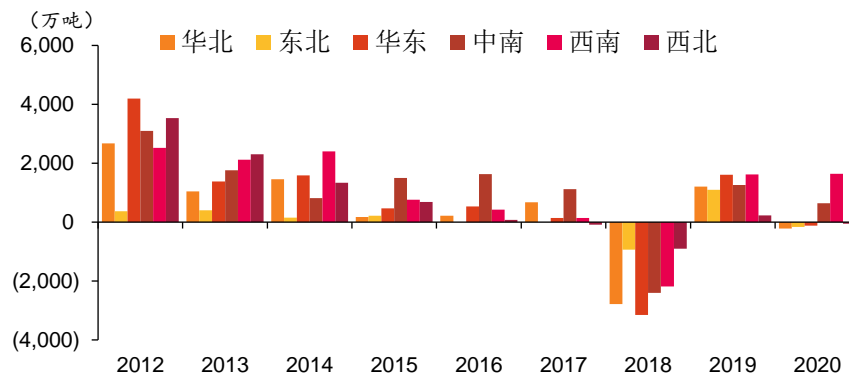
根据卓创资讯，我们计算2021年水泥行业拟点火熟料产能达3968万吨，产能净增加量较20年基本持平，上半年新点火产能1587万吨。

➢ 从区域来看，广西拟新增产能最多，但收能耗双控影响，实际投产情况可能低于预期。

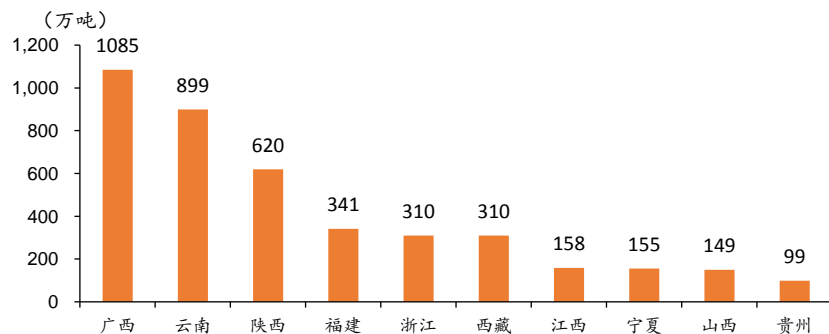
图：2007-2021年全国新点火熟料产能



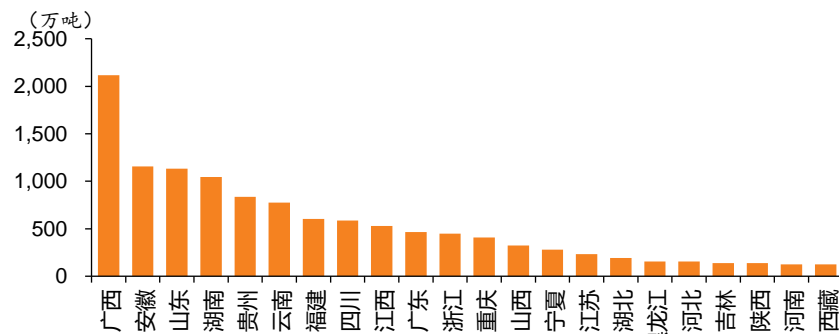
图：2012-2020年各地区新增产能情况



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：目前限产力度仍在持续加大，供给端大幅收缩

- 因上半年能耗强度和总量控制不降反升，广西、广东、福建、云南、江苏等9个省（区）收到一级预警。
- 受能耗双控+电煤供应短缺影响，目前已有11个省份已开始限产或未来将要限产，我们统计这11个省份在产水泥熟料产能达到8.86亿吨，占全国总产能比重达50%。

图：2021年上半年受到一级预警的省份

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

图：各省限电限产情况及当地水泥企业明细

限产原因	省份	政策内容	区域总产能 (万吨/年)	占全国比重	区域前五大水泥企业及产能占比
能耗双控	广西	要求9月水泥产量不超21年上半年月均产量的40%	9185	5%	华润水泥（29%）、海螺水泥（18%）、鱼峰水泥（9%）、台泥水泥（7%）、南方水泥（7%）
能耗双控	广东	能耗双控影响，9月上旬惠州地区旋窑企业暂时停产。9月16日起，佛山、汕头、揭阳实行“开二停五”或“开一停六”的限电模式	10270	6%	华润水泥（17%）、海螺水泥（16%）、塔牌集团（11%）、台泥集团（11%）、光大水泥（8%）
能耗双控+ 电煤供应 短缺	云南	9月份产量在8月基础上减产80%。	9641	5%	西南水泥（18%）、云南水泥（17%）、华新水泥（13%）、红狮水泥（9%）、海螺水泥（7%）
电煤供应 短缺	贵州	针对水泥企业限制用电负荷，9.19-10.18刚性停窑30天。	9064	5%	西南水泥（25%）、海螺水泥（21%）、红狮水泥（6%）、台泥水泥（6%）、鱼峰水泥（4%）
能耗双控	江苏	南京9月停窑10-20天，镇江、常州限产50%；其余地市全部停产。	5580	3%	金峰水泥（24%）、中联水泥（19%）、天山股份（10%）、鹤林水泥（7%）、台泥水泥（6%）
能耗双控	宁夏	水泥企业9月停产8天，时间自行安排。	2403	1%	宁夏建材（37%）、瀛海水泥（14%）、上峰水泥（10%）、天元建材（8%）、胜金水泥（6%）
能耗双控	福建	10月份可能进行能耗双控。	5239	3%	福建水泥（14%）、华润水泥（13%）、红狮水泥（12%）、金牛水泥（11%）、龙鳞集团（9%）
电煤供应 短缺	浙江	9月22日至26日，衢州、杭州生产线停产5天，金华限产20%-40%，四季度单线停窑75天。	5072	3%	南方水泥（55%）、红狮水泥（14%）、海螺水泥（6%）、何家山水泥（4%）、豪龙水泥（3%）
电煤供应 短缺	山东	针对水泥企业限制用电负荷，各地级市日均限制6-10小时不等，限电将持续到月末。	10863	6%	中联水泥（31%）、山水水泥（24%）、泉兴中联（9%）、沂州水泥（3%）、广汇建材（3%）
电煤供应 短缺	湖南	9月22日发布湖南电网安全橙色预警的紧急通知，将用电负荷控制在2600万千瓦以下	7793	4%	南方水泥（28%）、海螺水泥（28%）、华新水泥（9%）、红狮水泥（7%）、中材水泥（5%）
电煤供应 短缺	安徽	9月21日发布关于做好有序用电工作的紧急通知	13476	8%	海螺水泥（58%）、南方水泥（10%）、上峰水泥（6%）、珍珠水泥（5%）、磊达水泥（3%）
汇总			88586	50%	

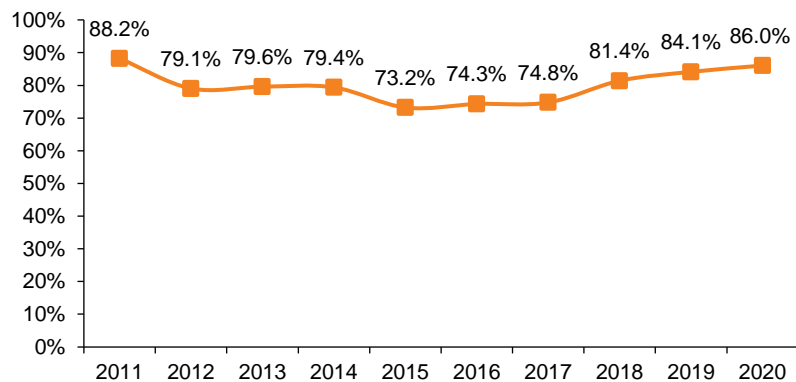
资料来源：卓创资讯、数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

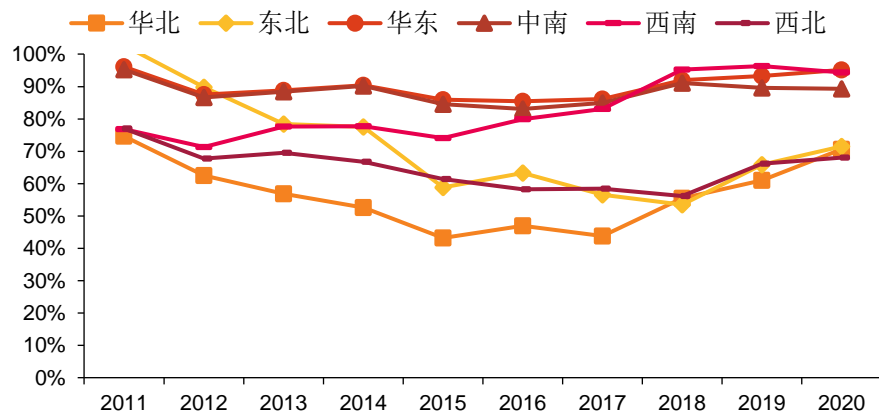
供给：产能利用率逐渐提升

- 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



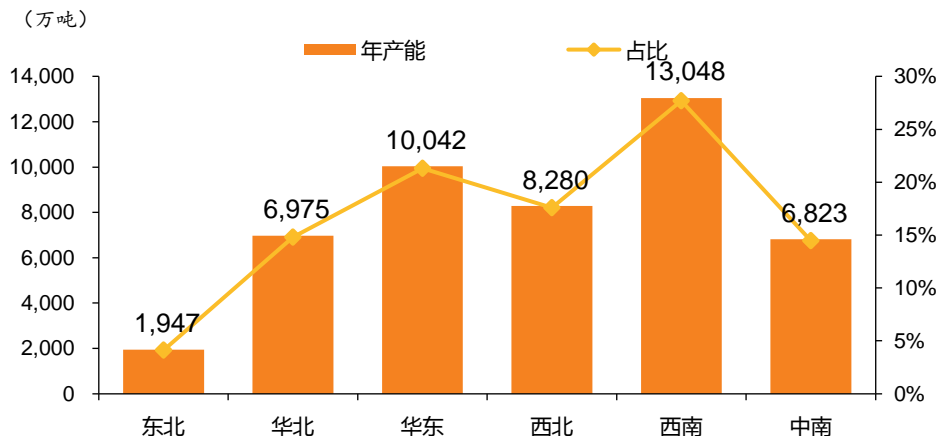
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

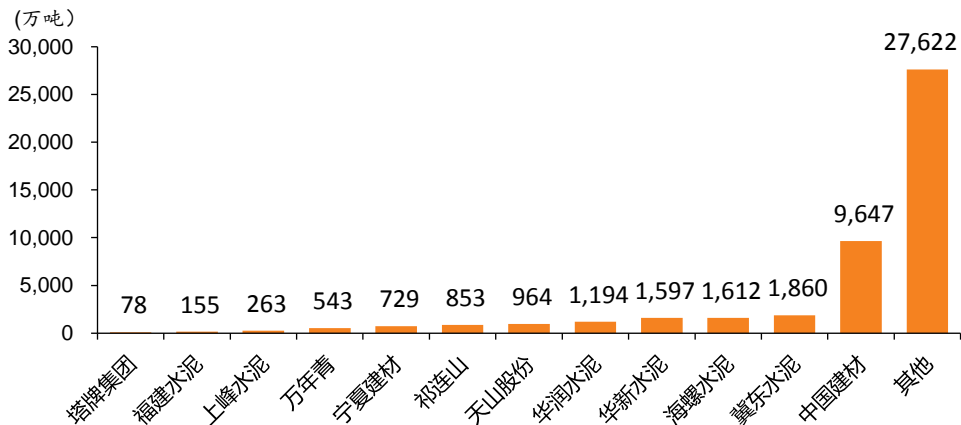
供给：政策端加快小产线退出力度

- 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。**

平板玻璃项目

(1) 依托现有水泥窑和玻璃熔窑实施治污减排、节能降耗、协同处置和优化布局、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。

(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。

(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（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。

(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）。

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）；

(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；

(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；

(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）；

(5) 光伏压延玻璃和汽车玻璃产能不能用于产能置换；

(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；

(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) 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

(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。

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）门户网站公告关停退出的产能。

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) 位于国家规定的大气污染防治重点区域或跨省级辖区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。

(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。

(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) 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。

删除原(2)中相关表述

位于非环境敏感区的平板玻璃项目，产置换比例至少为1.25:1；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。

产能置换办法适用范围

可不制定产能置换方案的情形

置换产能的要求

置换比例的确定

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

- 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（0926）

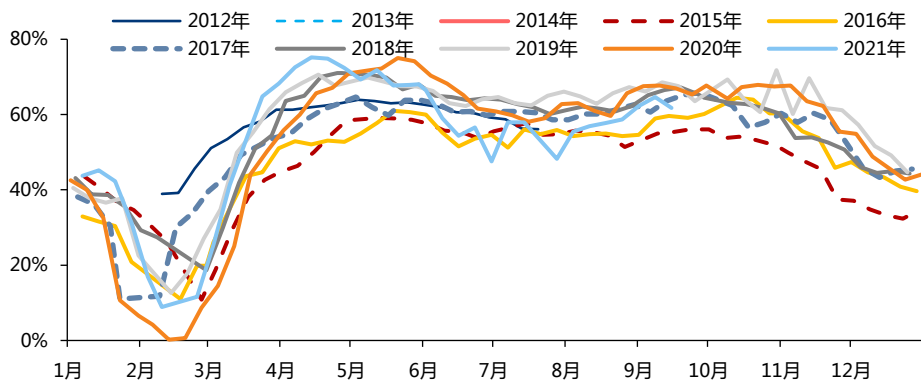
- 磨机开工率：周环比下降5pct，受能耗双控影响较大，华北、华东地区降幅居前
- 价格：环比上涨39.0元/吨，限产导致供需失衡，中南、东北地区涨幅靠前
- 水煤价差：国内动力煤市场整体维持高位，水泥价格上涨带动企业盈利能力环比提升

磨机开工率：周环比下降5pct，受能耗双控影响较大，华北、华东地区降幅居前

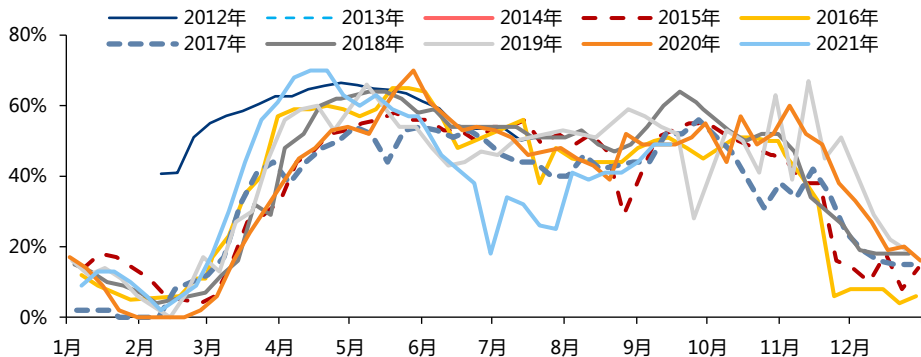
上周全国水泥磨机开工率57%，周环比下降5pct，年同比低9pct。九月中下旬，环保政策收紧，多地受能耗双控或碳排放控制影响，限产力度继续加大，水泥磨机开工率环比有所下降。

华北地区水泥磨机开工率38%，周环比下降11pct，年同比下降13pct，北京地区开工率环比下滑10pct，山西地区开工率环比下滑5pct，内蒙古磨机开工保持在四成半，天津地区开工率环比下滑5pct，河北地区由于冀中南存在大气污染防治措施，施工和水泥企业生产受限，开工环比下滑35pct。东北地区水泥磨机开工率63%，周环比下降2pct，年同比高15pct。辽宁地区开工率环比下滑5pct，吉林、黑龙江地区磨机开工率保持在七成。

图：分年度全国水泥磨机开工率



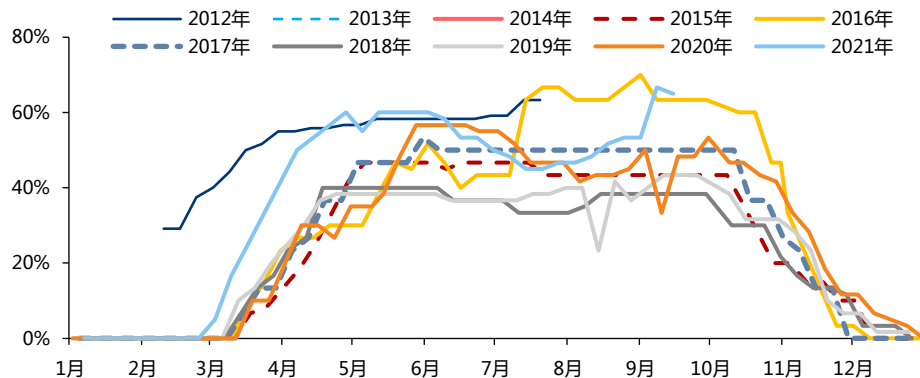
图：分年度华北水泥磨机开工率



图：全国磨机开工率走势图



图：分年度东北水泥磨机开工率



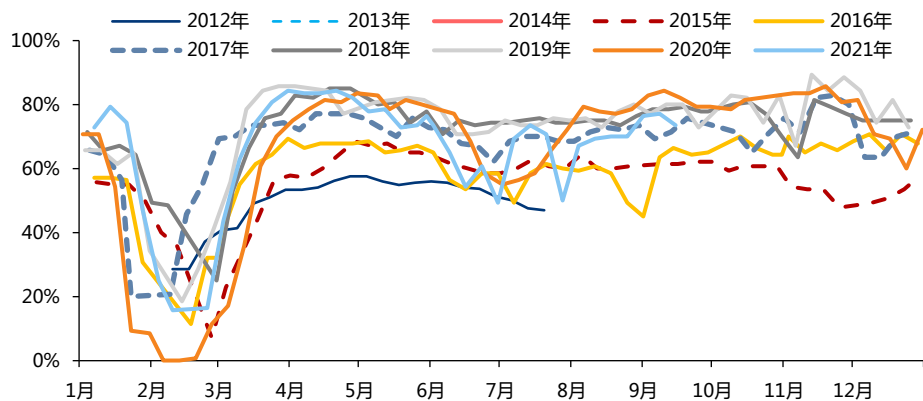
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

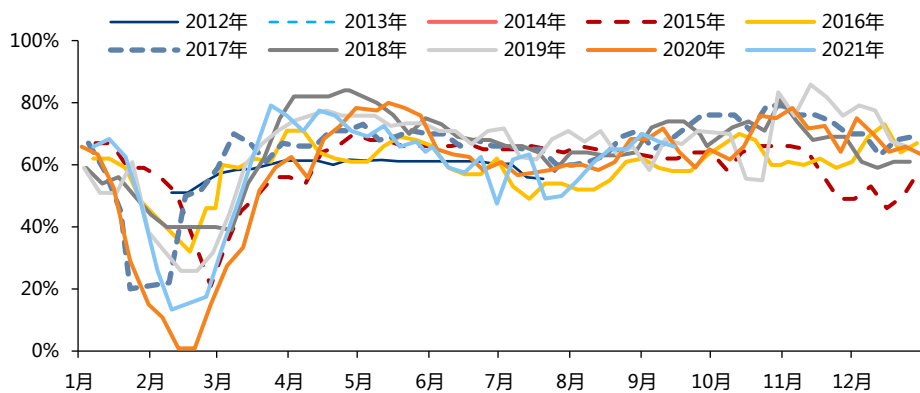
磨机开工率：周环比下降5pct，受能耗双控影响较大，华北、华东地区降幅居前

- 华东地区水泥磨机开工率66%，周环比下降8pct，年同比低14pct，江苏地区受环保限制较严重，开工率环比下降10pct，上海地区环比下降5pct，安徽地区环比下降15pct，福建地区环比下降10pct，江西、浙江地区保持在7-8成，山东地区环比下降15pct；中南地区水泥磨机开工率60%，周环比-6pct，年同比高1pct，河南、湖北地区开工率环比下降10pct，湖南地区开工率环比下降5pct，广东地区开工率环比-15pct，广西部分企业陆续恢复部分窑磨生产，开工率环比+5pct，海南地区保持在一成；西南地区开工率53%，周环比不变，年同比低24pct，重庆、四川地区开工率环比+5pct，贵州地区开工率环比下滑10pct，云南地区保持在二成，西藏地区保持在六成；西北地区开工率59%，周环比下降1pct，年同比低7pct，甘肃地区开工率环比下滑5pct，陕西地区开工率保持在三成半，青海地区保持在七成半，宁夏地区保持在五成，新疆地区保持在六成半。

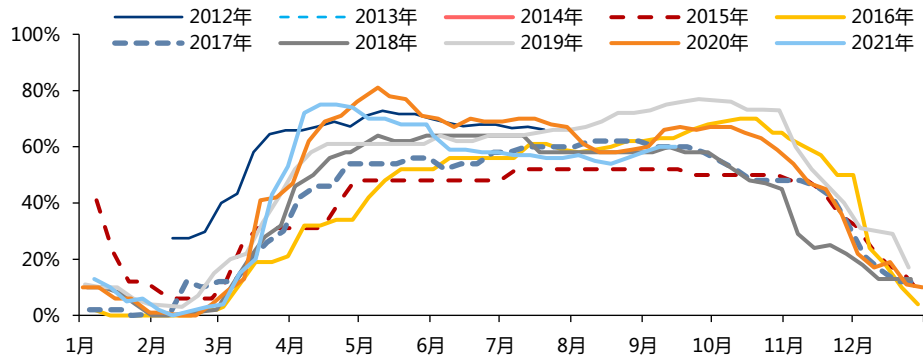
图：分年度华东水泥磨机开工率



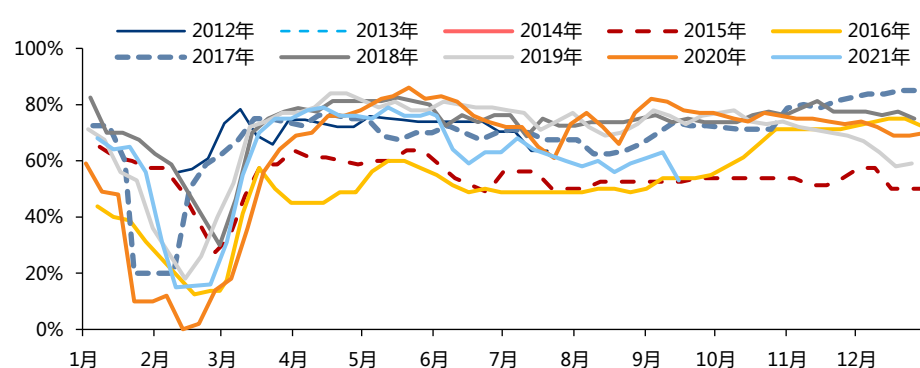
图：分年度中南水泥磨机开工率



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



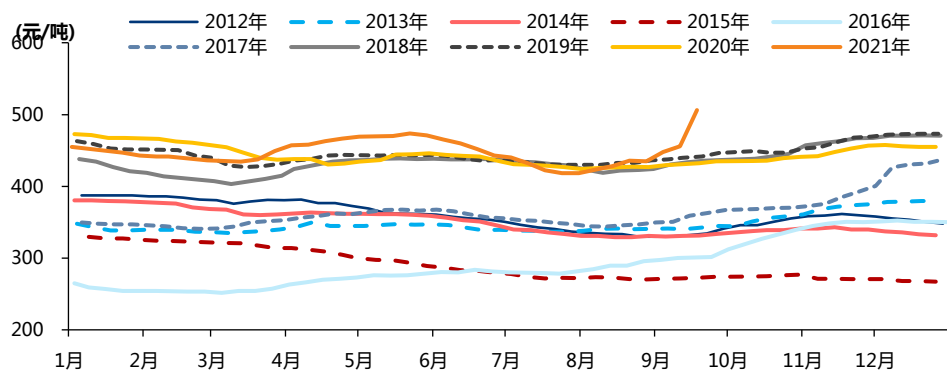
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

价格：环比上涨39元/吨，限产导致供需失衡，中南、东北地区涨幅靠前

本周全国水泥价格545元/吨，周环比+39元/吨，年同比高110.3元/吨，涨价区域涵盖了大部分省份。供应方面，生产受限，维持较大压力，持续紧张的预期较强；成本方面煤炭等原燃料成本仍有上升趋势，一定程度上成为水泥价格上涨的重要原因。

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，京津冀地区水泥价格开始发力推涨，河北地区存在大气污染防治措施，水泥价格将陆续上涨；东北地区水泥均价518元/吨，周环比+66.7元/吨，年同比高181.7元/吨。辽宁辽中地区等主要区域普涨，本地需求平平，但是外销量逐步增长，与华东沿海市场价格差也带动辽宁水泥价格上行。吉林和黑龙江再次联动涨价。

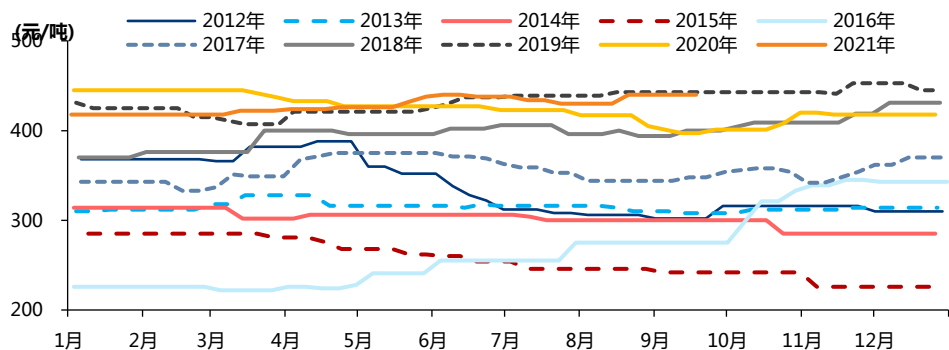
图：全国月度水泥价格比较



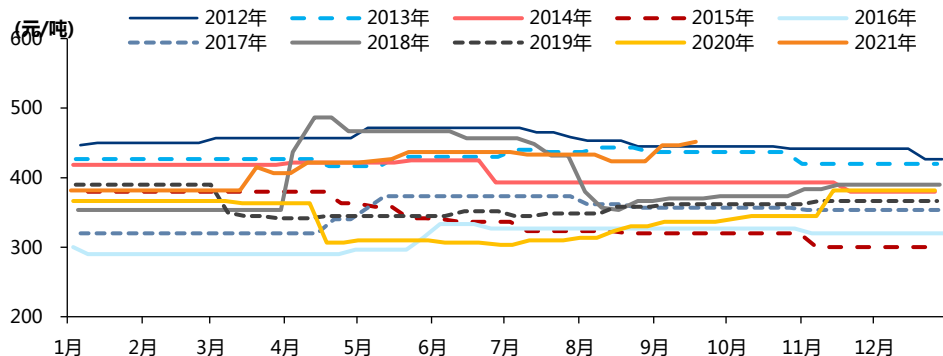
图：全国水泥价格走势



图：华北月度水泥价格比较



图：东北月度水泥价格比较



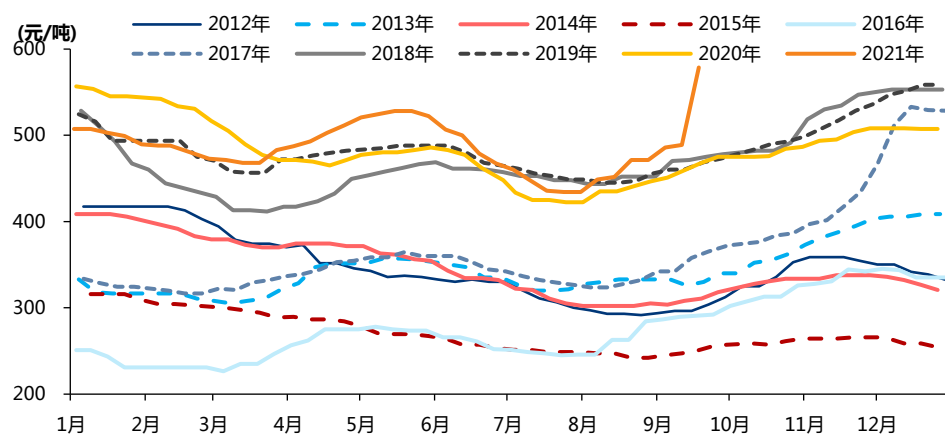
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

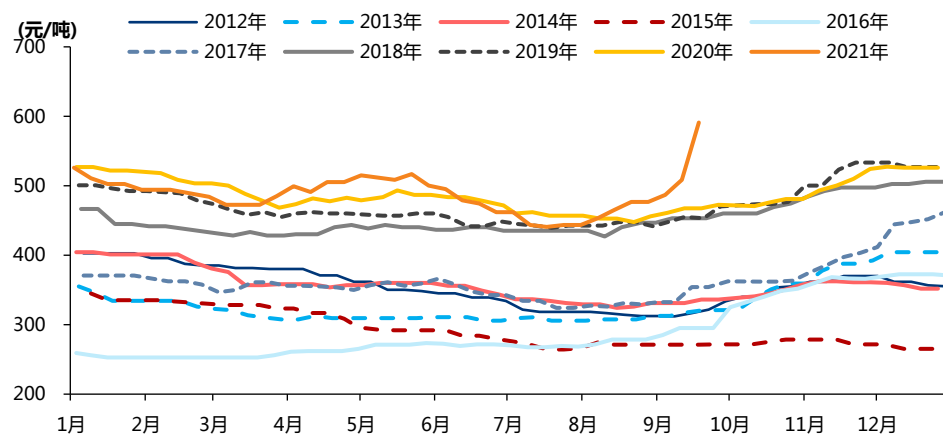
价格：环比上涨39.0元/吨，限产导致供需失衡，中南、东北地区涨幅靠前

- ▶ **华东地区水泥均价619元/吨，周环比+40.7元/吨，年同比高144.3元/吨**，华东地区水泥价格继续暴涨。江苏地区由于能耗管控严格，除南京、镇江、常州限产外，其余地市水泥企业本周基本停产停销，促使价格连续上涨。浙江部分水泥企业熟料线和磨机开始限产，加之江苏停限产导致水泥外流增加，省内市场供应持续偏紧，价格连续两轮上涨。上海、安徽地区水泥价格本周涨幅不大。由于周边地区均有不同程度停限产，水泥和熟料外销量增加，江西全省水泥价格于18-20日上涨80元/吨后，于23-25日继续上涨100元/吨。广东地区水泥供应不足，本地外运量增加。福建水泥企业限产方案暂未明确，目前多数窑磨正常运转，本周水泥和熟料价格暂时稳定。山东约20%的熟料线检修、补停或因石灰石不足而停窑，水泥和熟料市场供应总体减少，各区域水泥价格上涨50-90元/吨不等。
- ▶ **中南地区水泥均价661元/吨，周环比提高70元/吨，年同比高188.3元/吨**，中南地区水泥价格再次飙涨。广东珠三角和粤北地区水泥价格第五轮上调80元/吨。部分熟料线和磨机停限产，加之西江水位偏低，广东省内供应总体偏紧，促使价格上调。广西本周部分水泥企业陆续恢复部分窑磨生产，但仍然空库运行，水泥供应偏紧。湖南全省范围水泥价格涨幅达到60-80元/吨，此前价位相对较低的厂家涨幅较大，价差相对缩窄。最近两轮涨价后，部分厂家销售出现阻力，但邻省水泥企业开工不足，区域供应紧张的预期较强，涨价趋势延续。湖北周三开始在沿江输入水泥价格上涨的带动下，周四再次上涨，多数区域水泥价格陆续上涨80元/吨。河南地区水泥价格普涨60元/吨，安阳等临近河北区域涨30元/吨，水泥需求一般，涨价与供需基本面关联较弱，成本攀升和全国涨价氛围是关键。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较



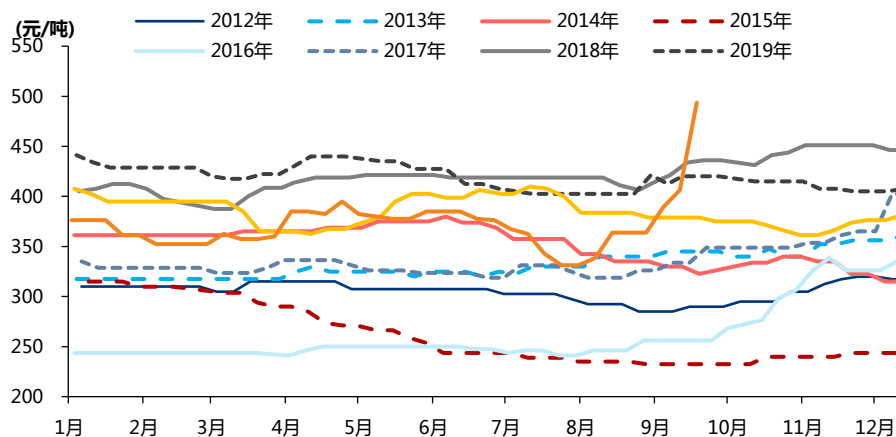
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

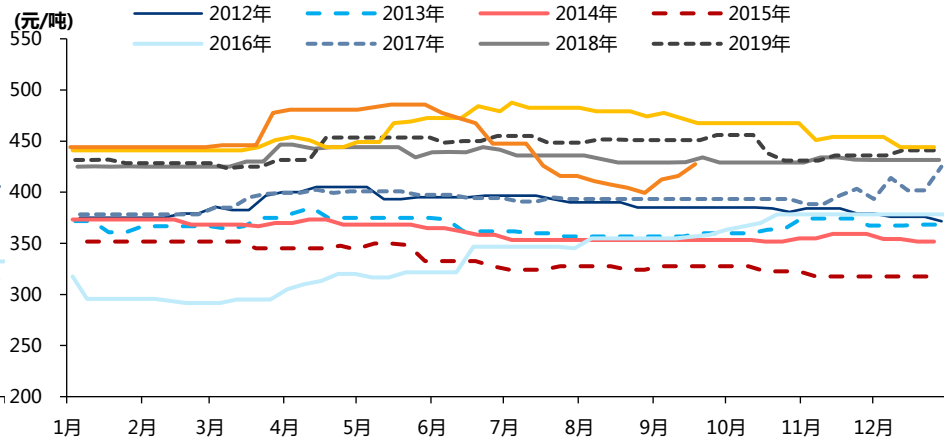
价格：环比上涨39.0元/吨，限产导致供需失衡，中南、东北地区涨幅靠前

- **西南地区水泥均价550元/吨，周环比提高56.3元/吨，年同比高175元/吨**，西南地区水泥价格继续上调。四川受环保督察影响，成都地区砂石料供应紧张，终端需求偏弱运行，但贵州、重庆、云南等周边省份错峰或减产，带动四川省内主导企业陆续上涨。其中，9月23-24日，成德绵、乐雅眉区域以及甘孜、阿坝等地企业水泥价格普涨100元/吨。云南水泥企业停限产影响，大部分区域水泥供应偏紧，9月18-23日，各区域水泥价格继续上涨50-150元/吨不等，其中昆明、玉溪区域水泥价格于9月19日前后上涨100元/吨左右。贵州全省水泥和熟料价格第四轮推涨50-80元/吨，其中黔中区域上涨60元/吨，黔西南地区上涨80元/吨，铜仁和黔东南等地上涨50元/吨。贵州因限产、停窑叠加水泥、熟料外调广西影响，省内大部分企业供应偏紧。
- **西北地区水泥均价441元/吨，周环比提高13.3元/吨，年同比低26.7元/吨**，西北地区水泥价格小幅推涨。陕西全运会期间，关中地区水泥价格中秋节期间再次推涨50元/吨，成本是主要因素，需求仍然清淡，多数工地开工较低。宁夏在节前也有20元/吨价格上调，但涨价后出货困难，多数大厂涨幅落实了5-10元/吨，价格仍偏低。甘肃上一轮涨价落实尚可，需求也有逐步提升，天水和平凉周边市场价格有一定上涨，兰州地区正在酝酿新一轮涨价。青海和新疆目前价格保持平稳，当地供应相对稳定，仍未见到涨价的意向。

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较

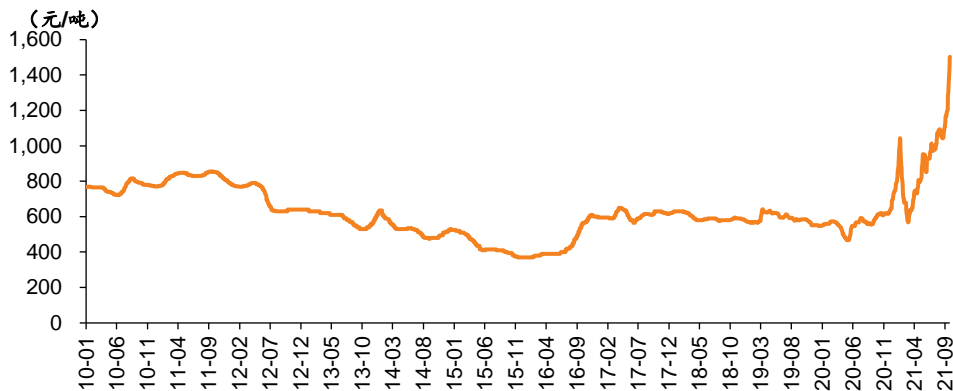


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

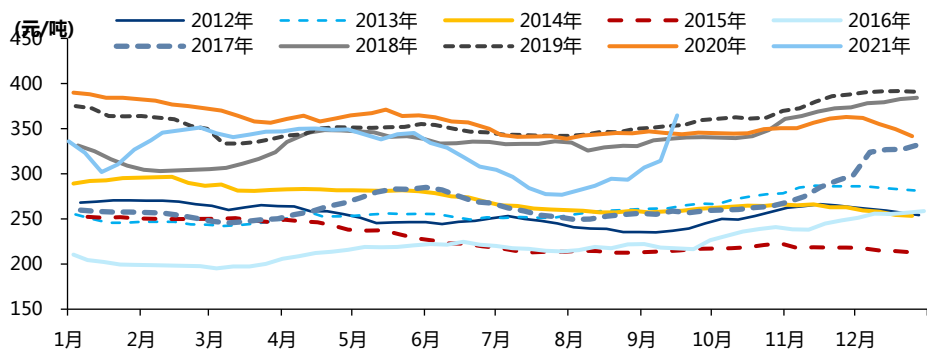
水煤价差：国内动力煤市场整体维持高位，水泥价格上涨带动企业盈利能力环比小幅提升

从盈利的角度来看，本周全国水煤价差320元/吨，周环比提高13元/吨，年同比低低23元/吨。本周国内动力煤市场暂未明显降温。产地方面，本周国内煤炭产量增加情况较不理想，主要受节假日及局部地区煤矿存在检修等情况影响；此外主产区部分煤矿承担保供任务，优先发运长协电厂。整体来看，目前主产区在产煤矿销售良好，多数煤矿即产即销，未有库存累积；国内增产保供陆续落地，供应仍有增量预期。港口方面，本周北方港口动力煤市场震荡运行。近日秦皇岛港煤炭库存回升，截至9月23日秦皇岛港煤炭库存 441万吨，较上周同期增加59万吨，增幅为15.45%。港口库存虽有回升，但可售资源结构性偏紧现象依然存在，高热值煤资源相对紧张；下游用户保持刚需询盘，市场情绪出现分化，新增实际成交未出现明显增加。

图：市场价：动力煤(Q5500, 山西产):秦皇岛



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