

水泥制造

限产对水泥量、价及企业业绩影响几何？

证券研究报告

2021年09月28日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

武慧东

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

林晓龙

联系人

linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《水泥制造-行业研究周报:限电限产力度继续加大,水泥价格再迎大幅上涨》2021-09-26
- 《水泥制造-行业研究周报:限产范围进一步扩大,水泥价格创历史新高》2021-09-21
- 《水泥制造-行业研究周报:受限产影响,两广水泥价格大幅上扬》2021-09-12

能耗双控叠加电煤供应短缺,水泥供给面临大幅收缩

“十四五”规划纲要提到,到2025年我国单位GDP能耗较2020年降低13.5%,意味着我国将以年均2%左右的能源消费增长支撑约5%左右的GDP增速,“十四五”时期双控工作面临较大压力。上半年国内需求旺盛叠加出口高涨导致用能激增,广东、江苏等近九个省份受到一级预警,9月份广西率先对包含水泥在内的高耗能行业实施限产,广东、云南、江苏、宁夏等地陆续跟进,而近期贵州、山东、浙江、湖南、安徽等省份由于电源供应不足,水泥企业生产同样受限,我们统计当前已有11个省份出现限电限产情况,省内水泥产能占全国比重达50%,各省限产力度在20%-80%不等,当前限产范围仍在持续扩散,我们预计Q4水泥行业或面临全国性供给短缺。

海螺/华新受限产影响最大,上峰/塔牌较低,万年青未受影响

根据各省已经公布的限产政策,我们对各水泥企业的减产情况进行测算,结果显示,华新水泥、海螺水泥受限产影响较大,9月减产幅度分别为19%/12%,华新主要受云南限产影响(云南产能占比23%,限产80%),海螺水泥因全国性布局,当前产能所在的17个省份中,限产省份高达9个;上峰水泥、塔牌集团受限产影响较小,预计9月减产幅度分别为9.4%/7%,万年青所在江西省未限产,公司产销影响最低。

两广地区价格涨幅最高,预计未来其他地区价格或将继续补涨

对标2010年,限产导致水泥价格大幅飙升,2010年三季度至2010年底,华东地区水泥价格涨幅高达206元,2011年限电解除后水泥价格虽有回落,但整体价格中枢仍抬升近150元/吨。今年9月份限电限产以来,水泥价格同样开始大幅上涨,截至9月24日,两广地区时点价较7月底已上涨340元/吨,长三角、川渝、两湖、云贵地区水泥价格自7月底以来的涨幅均超过200元,另一方面,煤炭涨价抵消掉大部分利润,水煤价差角度,两广地区水煤价格同比涨幅达184元/吨,但长三角仅29元/吨,反映公司盈利改善力度远低于价格涨幅。我们认为Q4需求旺季叠加限产,供给缺口仍然存在,预计前期涨幅较小或价格水平偏低的地区后期有望继续补涨。

业绩弹性角度看好万年青、塔牌,成长性首选华新、上峰

在中性情景下,我们测算万年青、塔牌集团的业绩增长弹性更高,在中性情景下,万年青、塔牌集团21年水泥及熟料业务归母净利润同比增速分别达52%、45%,华新水泥、上峰水泥分别为17%、16%,海螺水泥业绩增长弹性相对较低,约为5%。因此从短期业绩弹性的角度,万年青和塔牌集团相对更优;成长性方面,华新水泥与上峰水泥更具优势,华新水泥21年骨料/混凝土销量目标同比增长116%/204%,目前在建骨料项目建成后年产能将达到2亿吨,较20年大幅提升263%,海外水泥产能计划扩张至3000-5000万吨(当前海外产能约800万吨)。上峰水泥远期熟料、水泥产能目标分别为2500/3500万吨,较20年增长79%/141%,骨料、环保、投资业务布局持续推进,其中骨料/环保产能预计达3000/100万吨,较20年均实现翻倍增长。站在成长性角度,推荐华新水泥、上峰水泥。

风险提示:需求大幅下滑、煤炭成本大幅上涨、限产力度大幅放松、测具有一定主观性,可能存在偏差风险等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
		2021-09-27		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600801.SH	华新水泥	21.26	买入	2.69	3.13	3.63	4.16	7.90	6.79	5.86	5.11
002233.SZ	塔牌集团	11.36	增持	1.49	1.61	1.80	1.95	7.62	7.06	6.31	5.83
000672.SZ	上峰水泥	19.96	买入	2.49	2.86	3.37	3.80	8.02	6.98	5.92	5.25

600585.SH	海螺水泥	41.75	买入	6.63	6.72	7.10	7.36	6.30	6.21	5.88	5.67
-----------	------	-------	----	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 能耗双控政策回顾.....	1
2. 水泥行业受限产影响最大，供给收缩导致价格大幅推涨.....	1
2.1. 建材子行业能耗测算：水泥行业能耗总量占比位居第一.....	1
2.2. 能耗双控叠加电煤供应短缺，水泥供给面临大幅收缩.....	1
2.3. 对标 2010：此次限产有望带动水泥价格中枢抬升.....	1
3. 水泥企业业绩弹性测算.....	1
3.1. 海螺水泥.....	1
3.2. 华新水泥.....	1
3.3. 万年青.....	1
3.4. 塔牌集团.....	1
3.5. 上峰水泥.....	1
4. 风险提示.....	1

图表目录

图 1：我国能源消费总量及同比增速.....	1
图 2：我国单位 GDP 能耗及同比增速.....	1
图 3：工业和制造业增加值累计同比（%）.....	1
图 4：出口金额累计及同比增速.....	1
图 5：2021 上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表.....	1
图 6：2009-2011 年各地区水泥价格.....	1
图 7：2010 年下半年各地区水泥价格最高涨幅.....	1
图 8：重点地区水泥价格及水煤价差情况（元/吨）.....	1
图 9：市场价:动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛.....	1
图 10：海螺水泥各区域产能占比（截至 2021.8）.....	1
图 11：海螺水泥各区域收入占比.....	1
图 12：海螺水泥分业务收入占比.....	1
图 13：海螺水泥分业务毛利占比.....	1
图 14：华新水泥各区域产能占比（截至 2021.8）.....	1
图 15：华新水泥各区域收入占比.....	1
图 16：华新水泥分业务收入占比.....	1
图 17：华新水泥分业务毛利占比.....	1
图 18：万年青各区域收入占比.....	1
图 19：万年青分业务收入占比.....	1
图 20：万年青分业务毛利占比.....	1
图 21：塔牌集团各区域产能占比（截至 2021.8）.....	1

图 22: 塔牌集团各区域收入占比	1
图 23: 塔牌集团分业务收入占比	1
图 24: 塔牌集团分业务毛利占比	1
图 25: 上峰水泥各区域产能占比 (截至 2021.8)	1
图 26: 2020 年上峰水泥各区域收入占比	1
图 27: 上峰水泥分业务收入占比	1
图 28: 上峰水泥分业务毛利率占比	1
表 1: 能耗双控政策梳理	
表 2: 子行业能耗情况	
表 3: 各省限电限产情况及当地水泥企业明细	
表 4: 五大水泥企业限产产量测算	
表 5: 2010 年限产政策整理	
表 6: 海螺水泥 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析	1
表 7: 华新水泥 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析	1
表 8: 万年青 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析	1
表 9: 塔牌集团 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析	1
表 10: 上峰水泥 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析	1

1. 能耗双控政策回顾

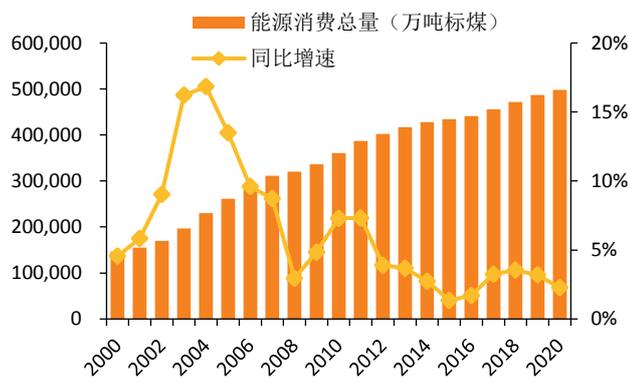
回溯历史，“十一五”时期，节能就被纳入到国家宏观管理范畴。“十一五”期间，国务院成立节能减排工作领导小组，提出了单位 GDP 能耗降低 20% 的约束性目标。但政策实施效果不佳，期间能源消费增量与“十五”基本持平。“十二五”首提控制能源消费总量要求并初步建立双控目标责任考核机制，同时将 2014~2015 年能耗增量（增速）控制目标分解到各地区，有效遏制部分省份能耗过快增长势头。“十三五”期间，国家继续实施能耗总量和强度“双控”行动，提出超出激励性消纳责任权重部分的消纳量折算的能源消费量不纳入该区域能耗双控考核。“十四五”期间，随着 2030 年碳达峰目标和 2060 年碳中和目标的提出，能源“双控”目标将继续成为驱动我国低碳发展的重要动力。“十四五”规划要求到 2025 年单位 GDP 能耗将降低 13.5%。

表 1：能耗双控政策梳理

时期	政策目标	完成情况
十一五	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》提出全国单位 GDP 能源消耗降低 20%	以年均 6.7% 的能耗增速支持了年均 11.3% 的 GDP 增长，单位 GDP 能耗降低了 19.1%，基本完成目标任务
十二五	《“十二五”节能减排综合性工作方案》要求到 2015 年全国单位 GDP 能耗较 2010 年下降 16%	以年均 3.6% 的能耗增速支持了年均 7.9% 的 GDP 增长，单位 GDP 能耗降低了 18.4%，超额完成目标任务
十三五	《“十三五”节能减排综合性工作方案》要求到 2020 年单位 GDP 能耗比 2015 年降低 15%，能源消费总量要控制在 50 亿吨标准煤以内	能源消费总量控制在了 50 亿吨标准煤以内，但单位 GDP 能耗仅降低 13.2%
十四五	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》要求到 2025 年单位 GDP 能耗下降 13.5%	

资料来源：北极星环保网、国家发改委、天风证券研究所

图 1：我国能源消费总量及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

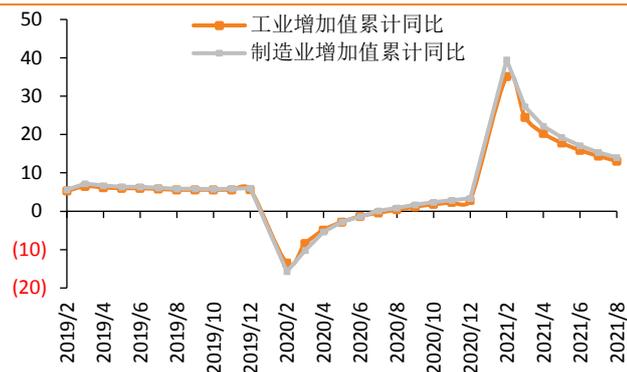
图 2：我国单位 GDP 能耗及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

国内需求旺盛叠加出口高涨，能耗减量压力凸显。疫情后经济处复苏通道，多地出现“双控”困局。工业生产方面，今年以来我国规模以上工业增加值同比增速明显高于历史同期水平，二季度单月增速也均保持在 8% 以上，反映国内需求旺盛。与此同时，由于我国疫情防控积极有效，支撑我国出口金额保持较高增速，今年的出口金额累计均高于去年同期，出口金额增速达 30% 以上。双控压力叠加经济复苏带来的高需求导致“十三五”末期多省出现达标困难和“拉闸限电”的局面。而“十四五”能源消耗强度降低 13.5% 的目标意味着我国将以年均 2% 左右的能源消费增长支撑约 5% 左右的 GDP 增速，在国内外需求高涨的大背景下将给“十四五”时期的双控工作带来较大的挑战。

图 3：工业和制造业增加值累计同比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：出口金额累计及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

从地方落实的情况来看，“十四五”开局之年部分地区能耗控制形势较为紧张。2021 年 8 月发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示十三五末期的双控困局仍在部分地区延续。在能源强度降低方面，包括青海、宁夏、广东、福建在内的 9 个省（区）上半年能耗强度不降反升，为一级预警；此外包括浙江、河南、甘肃、四川在内的 10 个省上半年能耗强度降低率未达到进度要求，为二级预警；在能源消费总量控制方面，共有 13 个省（区）为一级或二级预警。其中双控目标均为红灯预警的省市高达七个，分别是青海、宁夏、广西、广东、福建、云南和江苏，下半年能耗控制面临较大压力。

图 5：2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

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	●	●

资料来源：国家发改委、天风证券研究所

注：1. 西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率

2. 红色一级预警，表示形势十分严峻；橙色二级预警，表示形式比较严峻；绿色三级预警，表示进展总体顺利。

2. 水泥行业受限产影响最大，供给收缩导致价格大幅推涨

2.1. 建材子行业能耗测算：水泥行业能耗总量占比位居第一

水泥行业总能耗量及单位产值能耗量均为建材各子行业最高。水泥、玻璃、玻纤等建材产品在生产过程中，通常以煤炭、电力、天然气等作为主要能源，我们对建材各子行业能源消耗情况进行了测算，从单位产品能耗方面，玻纤单吨产品能耗最高，达 287kg 标煤，水泥/玻璃单吨能耗分别为 115/258kg 标煤，石膏板/陶瓷砖单平能耗分别为 1.0/3.7kg 标煤，从总能耗角度，水泥行业总能耗水平最高，我们测算 2020 年水泥行业总能耗达 2.74 亿吨标煤，占我国能源能消费总量比重达 5.49%，其次为玻璃，占比达 2.45%，陶瓷砖/石膏板/玻纤占比分别为 0.63%/0.07%/0.03%。从单位产值能耗的角度，水泥最高，万元能耗达到 2275kg 标煤，其次为石膏板，为 1857kg 标煤，玻纤最低，仅为 488kg 标煤。

表 2：子行业能耗情况

产品	实际生产过程能源消耗	单位标煤消耗	单位产值能耗 (kg 标煤/万元)	总消耗量 (亿吨标煤)	占比
水泥	每吨消耗 88 千瓦时电、146 千克原煤	115.1 (kg/吨)	2275	2.74	5.49%
玻璃	每吨消耗天然气 212 立方米	257.6 (kg/吨)	820	1.22	2.45%
玻纤	每吨消耗 143 立方米天然气，923 千瓦时电	287.2 (kg/吨)	488	0.02	0.03%
石膏板	每平方米消耗 1.26 千克原煤	0.99(kg/平方米)	1857	0.03	0.07%
陶瓷砖	每平方米消耗 1.45 千克水煤浆，2.3 立方米天然气	3.68(kg/平方米)	729	0.31	0.63%

资料来源：国家统计局、公司公告、中国建筑卫生陶瓷协会、天风证券研究所

注：水泥、玻璃、玻纤单位产值能耗测算以 9.18 最新价格计算，石膏板、陶瓷砖以 20 年均价计算；总消耗量均以 20 年总产量计算

2.2. 能耗双控叠加电煤供应短缺，水泥供给面临大幅收缩

在能耗双控和电煤供应短缺压力下，已有 11 个省份水泥生产受限，合计产能占全国比重高达 50%。受能耗双控影响，水泥行业首当其冲，2021 年 8 月 31 日，广西省率先发布通知，对当地水泥企业实施限产措施，要求水泥 9 月份产量不得超过 2021 年上半年平均月产量的 40%，随后广东、云南、江苏、宁夏等省份也相继发布限产通知，其中云南限产力度最大，根据云南发改委发布的《云南省节能工作领导小组办公室关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》，9 月份水泥产量在 8 月份产量基础上压减 80%以上，10-12 月全部水泥企业错峰生产时间不少于 40 天。另一方面，在电煤供应短缺压力下，部分非能耗双控一级预警省份如贵州、浙江、山东同样开始执行限产，近日湖南、安徽接连发布关于做好有序用电工作的紧急通知，据水泥网的报道，湖南部分水泥企业已经收到限产通知，根据我们统计，当前已有 11 个省份因能耗双控或电煤供应不足原因对水泥企业已采取或即将采取限产要求，这 11 个省份产能占全国水泥产能比重高达 50%，此次限产范围面积之广、力度之大尚属历史首次，水泥供给面临大幅收缩。

表 3：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

华新、海螺受限产影响,产量缩减较多,塔牌、上峰影响较小,万年青产量未受到限产影响。我们测算了限产对各水泥企业的销量影响,其中海螺水泥所在的17个省份中,受限省份高达9个,我们测算9月减产约11.9%;华新水泥所在的9个省份中,受限制省份达4个,9月减产达19%;上峰水泥所在的7个省份中,受限制省份达到3个,9月减产9.4%,塔牌集团和万年青受限产影响较小,其中塔牌集团9月份减产约7%,万年青所在江西省未受到限产影响。

表4:五大水泥企业限产产量测算

水泥企业	产能所在区域	合计产能(吨/日)	是否限产	9月限产产量(万吨)	占当月产量比重
海螺水泥	安徽	257000	暂未限产,未来有限产可能		
	甘肃	17500	否		
	广东	54500	是,9月上旬惠州地区旋窑企业暂时停产	0	0%
	广西	52500	是,9月产量不超21年上半年月均产量的40%	945000	60%
	贵州	61000	是,9.19-10.18限产30天	732000	40%
	海南	5000	否		
	湖南	71000	是		

	江苏	10000	是, 南京 9 月停窑 10-20 天	150000	50%
	江西	33000	否		
	山东	5000	是, 各地级市日均限制水泥用电 6-10 小时不等, 持续到月末	20000	13%
	陕西	35000	否		
	四川	27500	否		
	西藏	2500	否		
	新疆	2500	否		
	云南	23000	是, 在 8 月基础上减产 80%	552000	80%
	浙江	10000	是, 9 月 22 日至 26 日, 杭州生产线停产 5 天	50000	17%
	重庆	20000	否		
合计		687000		2449000	11.9%
华新水泥	广东	5000	是, 9 月上旬惠州地区旋窑企业暂时停产。		
	贵州	3700	是, 9.19-10.18 限产 30 天	44400	40%
	河南	5500	否		
	湖北	69000	否		
	湖南	21500	是		
	四川	8000	否		
	西藏	10800	否		
	云南	40500	是, 在 8 月基础上减产 80%	972000	80%
	重庆	15500	否		
合计		179500		1016400	19%
上峰水泥	安徽	25000	否		
	贵州	4500	是, 9.19-10.18 限产 30 天	54000	40%
	辽宁	1000	否		
	内蒙古	2500	否		
	宁夏	8000	是, 水泥企业 9 月停产 8 天	64000	26.67%
	新疆	3000	否		
	浙江	2500	是, 杭州生产线 9 月停产 5 天	12500	16.67%
合计		46500		130500	9.35%
塔牌集团	福建	10000	是, 10 月份可能进行能耗双控		
	广东	37500	是, 9 月上旬惠州地区旋窑企业暂时停产	100000	8.89%
合计		47500		100000	7.02%
万年青	江西	49200	否		
合计				0	0%

资料来源: 数字水泥网、卓创资讯、天风证券研究所

2.3. 对标 2010: 此次限产有望带动水泥价格中枢抬升

2010 年限产原因同样是为了降低能耗, 限产导致水泥价格大幅飙升。为完成“十一五”节能降耗目标, 国务院于 2010 年 5 月 6 日下发关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知, 强化节能减排目标责任, 加大监督检查力度, 各级政府要在三季度组织开展节能减排专项督察, 同时国务院将成立工作组, 对部分地区落实情况进行检查, 受此影响, 7 月浙江省首先开始对水泥行业进行限产, 要求 7 月 21-28 日所有水泥企业停产 8 天, 随后江苏、广西、安徽、河南、广东等省份陆续推出限产措施, 受此影响, 水泥价格在 2010 年三季度开始大幅上涨, 截至 2010 年年底, 全国水泥均价最大涨幅达

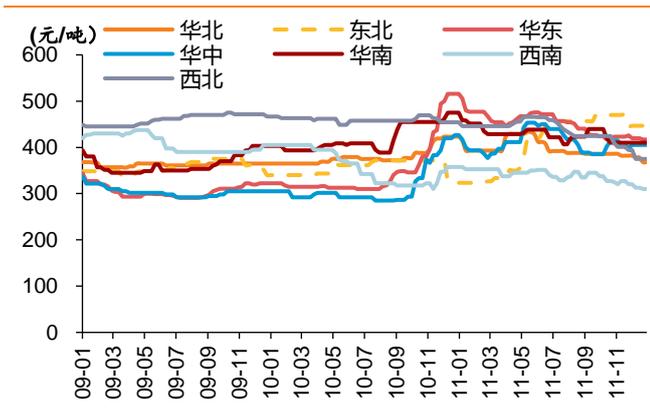
75 元/吨，华东地区涨价幅度最高，达到 206 元，华中、华南地区价格涨幅分别达 142 元/吨和 87 元/吨，2011 年随着限电限产措施的解除，水泥价格有所回调，但整体价格中枢相较之前仍实现一定程度的抬升，以华东为例，价格中枢抬升近 150 元/吨。

表 5：2010 年限产政策整理

省份	时间	具体措施
浙江省	7/21-7/28	所有水泥生产企业停产 8 天
浙江省	8/21-8/28	所有水泥生产企业停产 8 天
江苏省	8 月底	对省内大型水泥企业的熟料生产线开始执行限电停窑
河北安平	9 月 5 日	全县分 3 批限电，每供电 50 小时停电 22 小时
广西省	9 月初-12 月底	对水泥企业限额供电
安徽省	9 月	限电执行力度开始加强，原来只针对中小型企业，后期转移到日产 5000 吨的生产企业，有的企业一条生产线会停一个月，有的停一周
河南省	10 月	规模 2000t/d 以下生产线一直停到年底，3000-5000t/d 生产线轮流检修，停产一个月
广东恩平	11 月初	水泥企业每周停产 4 天

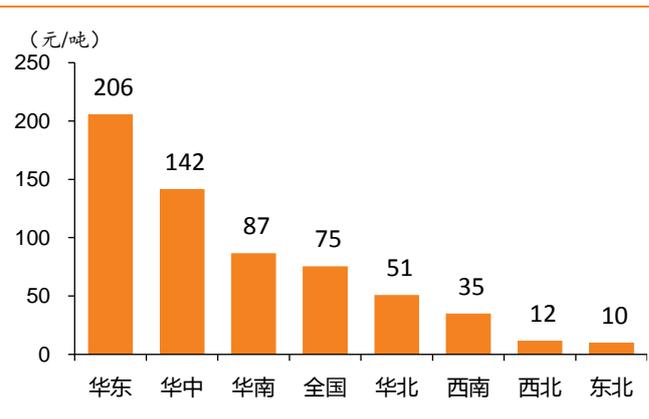
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 6：2009-2011 年各地区水泥价格



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 7：2010 年下半年各地区水泥价格最高涨幅



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

9 月以来水泥价格大幅飙升，其中两广地区涨幅最高，当前时点价达 790 元/吨，但动力煤同样迎来大幅涨价，抵消掉大部分水泥企业利润。自 9 月份限电限产以来，水泥价格开始大幅抬升，其中两广地区水泥价格涨幅最高，截至 9 月 24 日，两广地区时点价较 7 月底的低位已上涨 340 元，除此之外，长三角、川渝、两湖、云贵地区水泥价格自 7 月底以来的涨幅均超过 200 元，时点价来看，全国水泥均价达 545 元/吨，同比高 110 元，其中价格较高的两个区域两广/长三角地区水泥均价分别达到 790/653 元/吨，同比高 320/158 元/吨；另一方面，在水泥价格大幅上涨的同时，煤炭价格也在快速上涨，截至 9 月 24 日，秦皇岛港动力煤(Q5500,山西产)市场价高达 1503 元/吨，同比高 908 元/吨，涨幅高达 153%，根据行业传统，生产一吨水泥大约折算耗煤量在 0.13 吨，则可计算出煤价上涨对水泥企业成本端带来的影响约为 118 元/吨。从水煤价差的角度，两广地区水煤价差同比涨幅最高，达到 184 元/吨，而长三角地区仅增加 29 元/吨，成本上涨抵消掉大部分利润。

Q4 水泥价格仍将延续上涨，前期涨幅较小的区域未来提价空间更大。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，我们预计前期涨幅较小或价格水平偏低的地区后期有望继续补涨。

图 8：重点地区水泥价格及水煤价差情况（元/吨）

	分区域							重点地区								
	全国	华北	东北	华东	中南	西南	西北	长三角	两广	京津冀	鲁豫	川渝	闽赣	两湖	陕甘	云贵
21年上半年均价	453	425	407	495	494	373	462	519	496	471	465	422	456	502	451	323
20年上半年均价	448	436	340	497	493	388	453	497	513	482	500	433	489	504	448	344
20年三季度均价	429	412	322	441	459	388	478	449	467	454	453	421	416	465	427	355
20年四季度均价	448	415	366	496	503	372	456	518	499	461	504	406	462	499	442	338
21年春季（3-5月份）最高价	474	438	437	528	517	395	486	553	530	482	465	455	498	535	458	340
21年淡季（5-7月份）最低价	418	426	427	434	441	331	416	443	435	468	415	373	395	435	388	290
跌幅	-55	-12	-10	-94	-76	-64	-70	-110	-95	-13	-50	-83	-103	-100	-70	-50
21年7月底价格	418	430	433	434	443	331	416	443	450	468	415	373	395	435	388	290
当前时点最新价格（9.24）	545	440	518	619	661	550	441	653	790	485	540	600	583	643	448	500
7月底至今涨幅	127	10	85	185	218	219	25	210	340	17	125	228	188	208	60	210
当前时点价同比涨幅	110	39	182	144	188	175	-27	158	320	42	50	200	145	175	15	150
当前时点水煤价差（9.24）	320	215	293	394	435	325	215	427	565	260	315	375	357	417	222	275
当前时点价同比涨幅	(23)	-93	46	15	57	35	-163	29	184	(88)	(71)	56	19	39	(121)	14

资料来源：Wind、数字水泥网、天风证券研究所

图 9：市场价:动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 水泥企业业绩弹性测算

我们对海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、万年青、塔牌集团五家水泥企业 21 年全年归母净利润增长情况进行情景分析，其假设前提为，下半年各企业吨成本环比上涨 15 元，吨费用环比持平，所得税率与少数股东损益占比与上半年均保持一致。

3.1. 海螺水泥

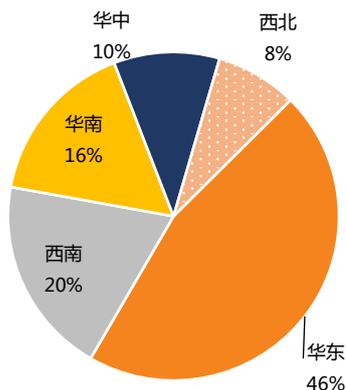
中性假设下，预计公司水泥熟料业务归母净利润同比增长约 5%。截至 2021 年 8 月底，海螺水泥共在 17 个省份拥有 2.1 亿吨水泥熟料产能，产能主要集中在华东区，占比达 46%，分省份看，产能占比前五大省份分别为安徽、湖南、贵州、广东、广西，占比分别为 37.4%/10.3%/8.9%/7.9%/7.6%，由于产能分部较广，因此海螺水泥受限产影响也更大，据我们统计，公司 9 个省份产能生产受限，其中广西、云南、江苏地区限产幅度均超过 50%，考虑到公司 9 月单月限产月约 12%，因此中性假设下，预计公司下半年销量同比下滑 10%；价格方面，截至 9 月 24 日，全国 Q3 水泥均价较上半年上涨 6 元/吨，但当前时点价较上半年均价已上涨 92 元/吨，我们预计 Q4 部分价格低洼地区水泥价格仍会迎来补涨，因此中性假设下，预计下半年水泥均价环比 H1 上涨 60 元/吨，则测算公司 21 年水泥熟料业务归母净利润同比增长约 5%。

表 6：海螺水泥 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析

下半年吨均价环比涨幅(元)	下半年销量同比增幅						
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%
20	-15%	-13%	-10%	-7%	-5%	-2%	1%
40	-9%	-6%	-3%	0%	3%	7%	10%
60	-2%	1%	5%	8%	12%	15%	19%
80	4%	8%	12%	16%	20%	24%	28%
100	11%	15%	20%	24%	28%	32%	37%
120	18%	22%	27%	32%	36%	41%	46%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

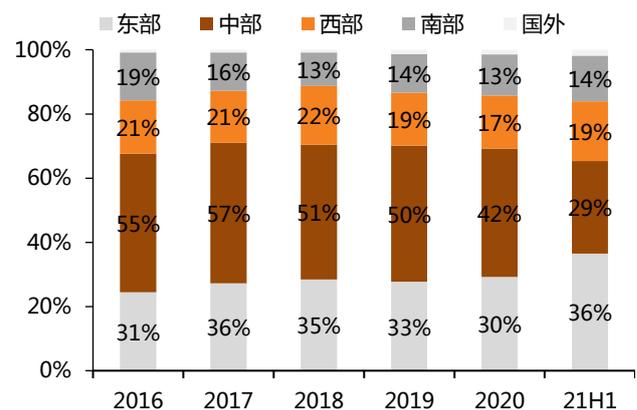
图 10：海螺水泥各区域产能占比（截至 2021.8）



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

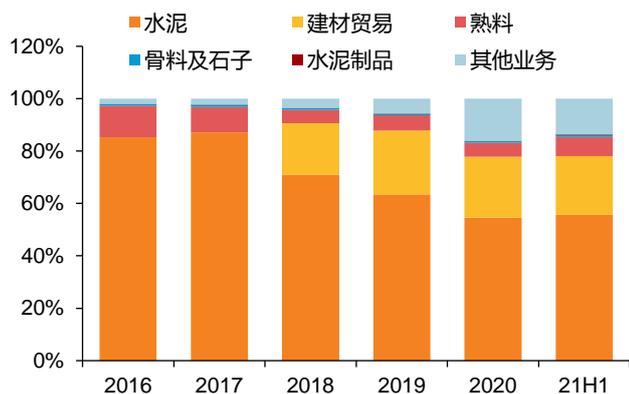
图 12：海螺水泥分业务收入占比

图 11：海螺水泥各区域收入占比

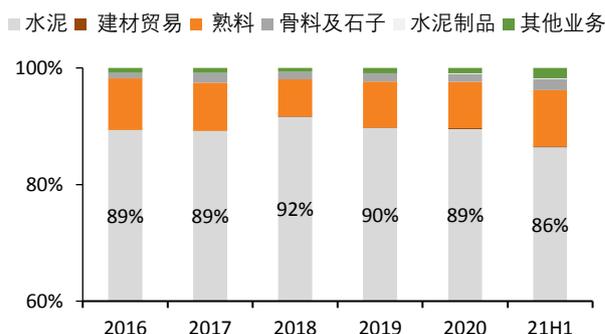


资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：海螺水泥分业务毛利占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 华新水泥

中性假设下，预计水泥熟料业务归母净利润同比增长约 17%。华新水泥产能主要分布在华中及西南地区，据卓创资讯统计，截至 8 月底，公司水泥熟料产能共计 5565 万吨，华中/西南地区产能占比分别为 53.5%/43.7%，分省份看，产能占比前三大省份为湖北、云南、湖南，占比分别达 36%/21%/11%。因云南 9 月份限产力度较强（在 8 月基础上减产 80%），公司产能同样受到较大限制，整体 9 月份产量减产约 19%，我们预计 Q4 云南限产力度或边际放松，但贵州、湖南等地限产情况仍将延续，因此中性假设下，预计公司下半年销量同比下滑 10%；价格方面，截至 9 月 24 日，公司主要销售区域两湖、川渝、云贵地区水泥价格较上半年均价分别上涨 141/177/178 元/吨，公司所在的西南地区为全国价格洼地，价格仍有增长空间，限产导致的全国供给短缺有望带动区域价格走出洼地，预计下半年公司吨均价环比上涨 80 元/吨，则公司 21 年水泥熟料业务归母净利润同比增长约 17%。

表 7：华新水泥 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析

下半年吨均价环比涨幅(元)	下半年销量同比增幅						
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%
20	-23%	-21%	-19%	-16%	-14%	-12%	-9%
40	-13%	-10%	-7%	-4%	-1%	2%	5%
60	-2%	1%	5%	8%	12%	16%	19%
80	8%	12%	17%	21%	25%	29%	34%
100	18%	23%	28%	33%	38%	43%	48%
120	29%	34%	40%	46%	51%	57%	62%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14：华新水泥各区域产能占比（截至 2021.8）

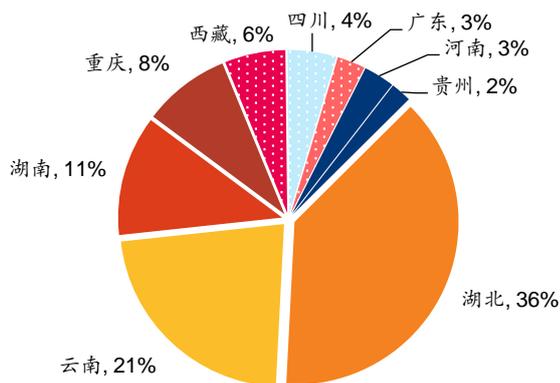
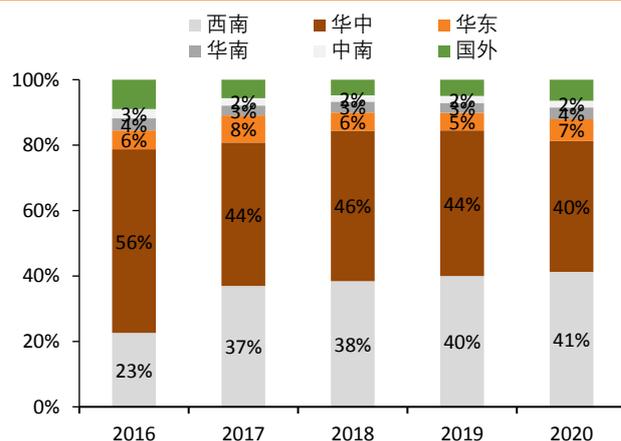


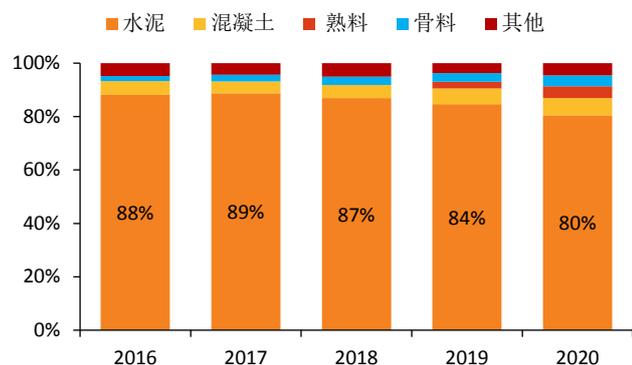
图 15：华新水泥各区域收入占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

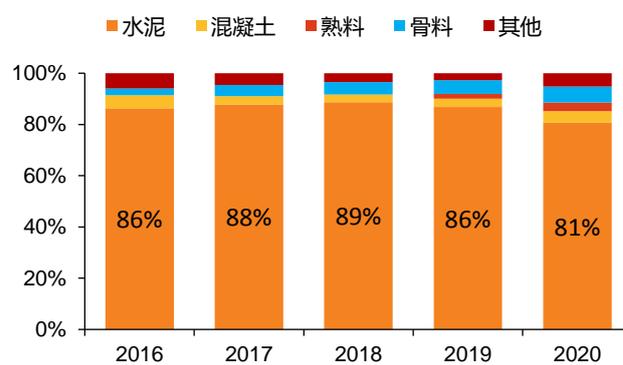
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：华新水泥分业务收入占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 17：华新水泥分业务毛利占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.3. 万年青

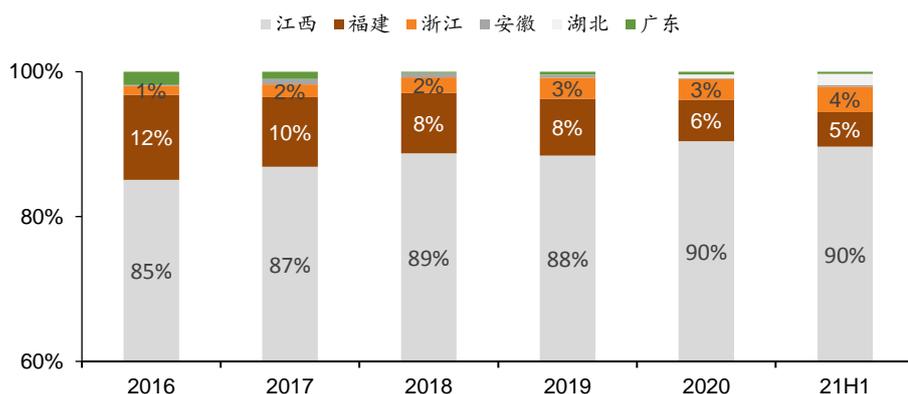
中性假设下,预计水泥熟料业务归母净利润同比增长约 68%。截至 8 月底,万年青共有 1525 万吨水泥熟料产能,全部分布在江西,公司当前产能并未受到限产影响,且由于江西省能耗双控以及用电压力较小,预计未来限产可能性较小,另一方面,江西周边区域均有限产情况,区域整体供给偏紧,有望带动江西本地价格持续上行,因此万年青既可以受益于价格上涨带来的吨盈利提升,同时又不存在产销量下滑的风险,21 年业绩弹性相对更高。中性假设下,预计公司下半年销量同比持平,吨均价环比上半年上涨 40 元/吨,则公司 21 年水泥熟料业务归母净利润同比增长约 52%。

表 8：万年青 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析

下半年吨均价环比涨幅(元)	下半年销量同比增幅						
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%
20	20%	24%	28%	32%	36%	40%	44%
40	33%	38%	43%	47%	52%	57%	62%
60	46%	52%	57%	63%	68%	74%	80%
80	59%	66%	72%	78%	85%	91%	98%
100	72%	80%	87%	94%	101%	109%	116%
120	85%	94%	102%	110%	118%	126%	134%

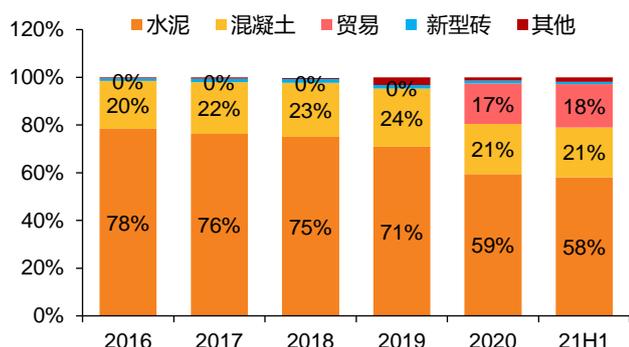
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：万年青各区域收入占比



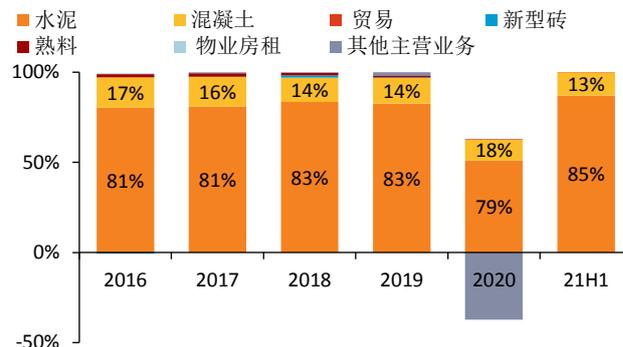
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：万年青分业务收入占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 20：万年青分业务毛利占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.4. 塔牌集团

中性假设下，预计水泥熟料业务归母净利润同比增长约 67%。截至 8 月底，塔牌集团拥有 1473 万吨熟料产能，分布于广东及福建两个省份，两省份产能占比分别为 73.3%和 26.7%，9 月份公司所在的广东惠州地区产能停产，影响产量约 7%，两广地区均存在能耗双控压力，且广东地区由于电源供应不足导致用电紧张，9 月 22 日多地限电限产情况进一步升级，预计进入第四季度，省内水泥行业产能发挥率可能继续下滑。公司所在两广地区水泥价格自 9 月份以来大幅推涨，当前两广地区水泥均价高达 790 元/吨，已是各区域中的价格最高点，较上半年均价提升 294 元/吨，预计后续价格上涨空间相对有限，中性假设下，预计公司下半年销量同比下滑 20%，吨均价环比上半年增长 120 元/吨，则公司水泥熟料业务 21 年净利润同比增长达 45%

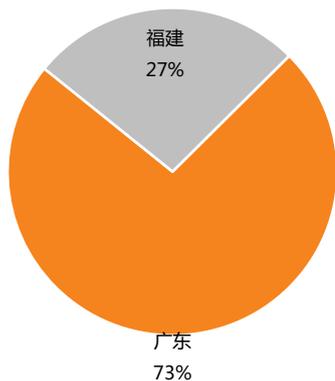
表 9：塔牌集团 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析

下半年吨均价环比涨幅(元)	下半年销量同比增幅						
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%
20	0%	3%	7%	10%	13%	16%	20%
40	9%	13%	17%	20%	24%	28%	32%
60	18%	22%	27%	31%	35%	40%	44%
80	27%	32%	37%	42%	46%	51%	56%
100	36%	41%	47%	52%	58%	63%	68%
120	45%	51%	57%	63%	69%	75%	81%
140	53%	60%	67%	73%	80%	86%	93%

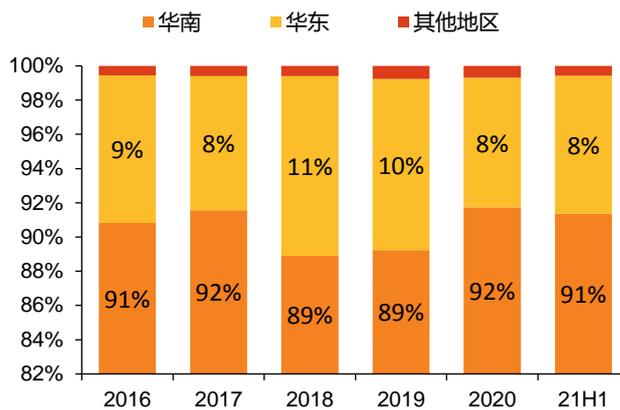
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：塔牌集团各区域产能占比（截至 2021.8）

图 22：塔牌集团各区域收入占比

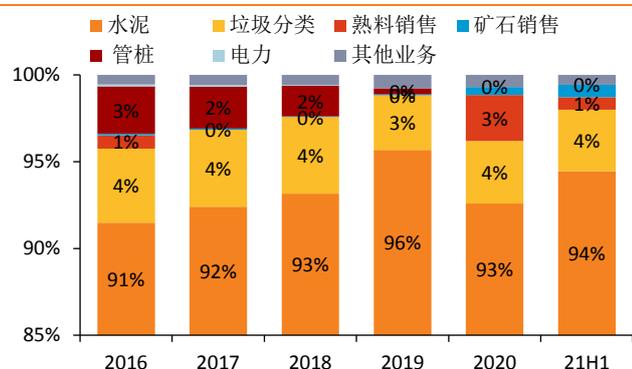


资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所



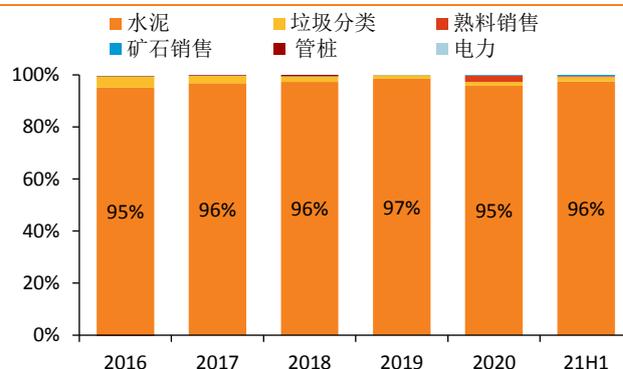
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 23: 塔牌集团分业务收入占比



资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 24: 塔牌集团分业务毛利占比



资料来源: Wind、天风证券研究所

3.5. 上峰水泥

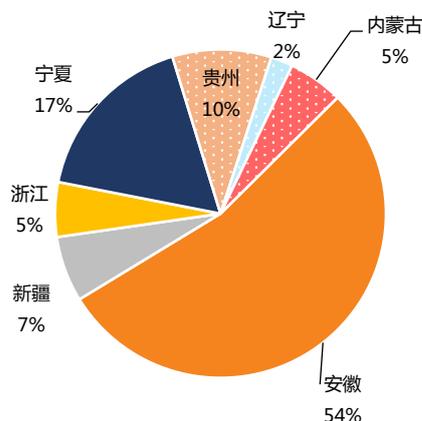
中性假设下, 预计水泥熟料业务归母净利润同比增长约 9%。上峰水泥深耕华东区域, 逐步向外省扩张, 公司目前拥有水泥熟料产能 1442 万吨, 上半年公司通过收购内蒙古松塔水泥、朝阳兰凌水泥将生产区域扩展至内蒙古、辽宁等地, 上半年公司新增熟料产能 109 万吨, 公司前三大产能省份分别为安徽 (54%)、宁夏 (17.2%)、贵州 (9.7%)。公司主要受宁夏、贵州、浙江等地限产影响, 9 月份水泥减产约 9.4%, 而贵州地区十月份仍有有限产, 且近日浙江多地继续加大限产力度, 预计 Q4 供给端仍将被压减, 但考虑到公司去年年底及今年上半年有较多新增产能, 预计下半年销量同比或仍能保持正增长。中性假设下, 预计下半年公司销量同比增长 5%, 价格方面, 当前华东地区时点价较上半年均价增长 124 元/吨, 我们预计公司下半年吨均价环比上半年增长 80 元/吨, 则测算公司水泥及熟料业务归母净利润同比增长 16%。

表 10: 上峰水泥 21 年水泥熟料业务净利润增速情景分析

下半年吨均价环比涨幅(元)	下半年销量同比增幅						
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%
20	-16%	-14%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%
40	-11%	-8%	-6%	-3%	-1%	2%	4%
60	-5%	-2%	1%	3%	6%	9%	12%
80	1%	4%	7%	10%	13%	16%	20%
100	6%	10%	13%	17%	20%	24%	27%
120	12%	16%	20%	24%	28%	31%	35%

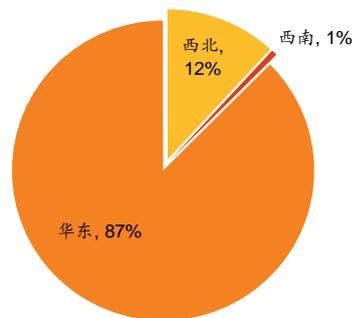
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 25：上峰水泥各区域产能占比（截至 2021.8）



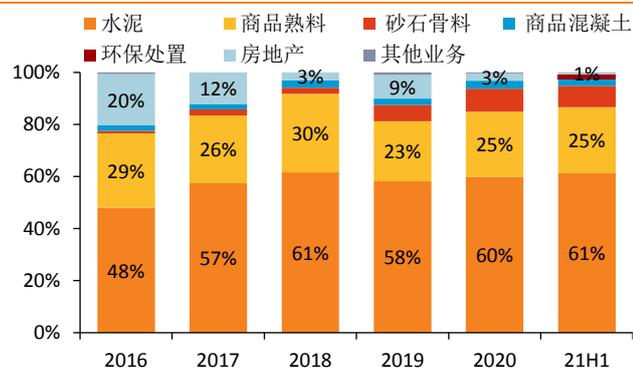
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 26：2020 年上峰水泥各区域收入占比



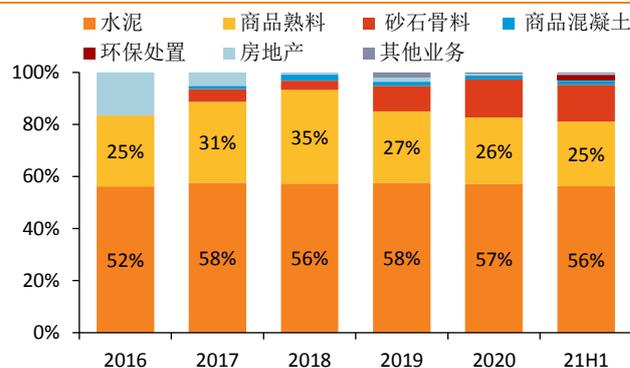
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 27：上峰水泥分业务收入占比



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 28：上峰水泥分业务毛利率占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

经过对五家水泥企业净利润进行情景分析，我们发现在相同的假设条件下，万年青、塔牌集团的业绩增长弹性更高，在中性情景下，万年青、塔牌集团 21 年水泥及熟料业务归母净利润同比增速分别达 52%、45%，华新水泥、上峰水泥分别为 17%、16%，海螺水泥业绩增长弹性相对较低，约为 5%。因此从短期业绩弹性的角度，万年青和塔牌集团相对更优；成长性方面，华新水泥与上峰水泥更具优势，华新水泥在于骨料及海外水泥业务扩张，公司 21 年骨料/混凝土销量目标同比增长 116%/204%，目前在建骨料项目 11 个，建成后公司骨料年产能将达到 2 亿吨，较 20 年大幅提升 263%，海外水泥产能计划扩张至 3000-5000 万吨（当前海外产能约 800 万吨），公司业绩倍增计划提到，2025 年公司收入较 19 年实现翻倍增长，为长期发展奠基。上峰水泥远期熟料、水泥产能目标分别为 2500/3500 万吨，较 20 年增长 79%/141%，骨料、环保、投资业务布局持续推进，其中骨料/环保产能预计达 3000/100 万吨，较 20 年均实现翻倍增长。站在成长性角度，更看好华新水泥、上峰水泥。

4. 风险提示

水泥需求大幅下滑：水泥下游主要与地产及基建投资相关性较强，近几月地产新开工单月出现较大幅度下滑，后续地产端水泥需求有下滑风险。

煤炭价格涨幅超预期：煤炭是水泥生产最重要的原材料，目前煤炭价格正处于历史高位，若煤炭价格持续上涨且涨幅超预期，对水泥企业的盈利将产生不利影响。

限产力度大幅放松：限产导致的供需失衡是近期水泥价格上涨的主要原因之一，若限产力度大幅放松，水泥市场供给端将大幅增加，若产生供大于求的局面，则水泥再涨价的压力较大，且有较大下滑风险。

测算具有一定主观性，可能存在偏差风险：我们的测算主要基于已公开的各省政策文件对本省的限产要求以及水泥市场价格走势，假设条件具有一定的主观性，与上市公司实际限产情况及价格可能存在一定偏差。

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com