

水泥制造

水泥行业焦点问题解答

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

行业焦点问题解答：

➤ Q：当前水泥需求如何展望？

- A：我们认为当前水泥需求仍处低位，但未来呈边际好转趋势发展。9月全国制造业PMI为49.6%，较8月回落0.5个百分点，PMI自4月份以来持续下降，9月份首次降至荣枯线以下，反映经济稳增长压力持续加大，政策有望再度发力，9月单月专项债发行额5231亿元，再创21年单月历史新高，Q4专项债发行有望明显提速，继续提振基建需求；上周央行表示已指导主要银行保持房地产信贷平稳有序投放。其同时表示，金融部门将配合其他部分和地方政府做好项目开工的金融支持。我们认为9月末经济日报和央行均已释放了对于销售调控及按揭的回暖信号，而本周央行的表态则可能逐步对房地产开发贷产生提振效果，地产需求有望触底回升。短期来看，9月水泥持续去库存，虽然十月初受国庆假期、雨水天气等外部因素影响，库存有所上涨，但整体仍偏低运行，当前全国库存仅47%，同比低9pct，受限产影响，预计供给缺口仍将继续存在。

➤ Q：Q4限产力度如何变化？

- A：根据我们统计，十月初已有近20个省份出现限产情况，虽然部分执行时间早或执行力度大的省份（如云南、广西、江苏）有所放松，但从全国来看，限产力度较9月份进一步趋严，且由于广东、浙江、安徽等地区十月份限产力度均较九月份有所增强，两广、长三角地区的供给紧张局面并不会得到改善。另一方面，在常态化错峰生产政策要求下，部分省份已开始执行Q4错峰生产要求，整体来看，我们认为Q4供给端仍偏紧。22年初限产或有整体放松，但在能耗双控大方向下，我们预计未来对供给端的控制或将逐步趋严，体现在全年限产天数增加、严禁新增产能等，供给端仍有可能超预期演绎。

➤ Q：水泥价格是否还有上涨潜力？

- A：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，目前时点价较7月底涨幅较高的区域有两广（330元/吨）、两湖（308元/吨），另一方面，煤炭涨价抵消掉大部分利润，水煤价差角度，仅两广、两湖地区水煤价格同比+59/24元/吨，其他地区水煤价差同比仍下滑，反映公司盈利不降反升。我们认为Q4需求旺季叠加限产，供给缺口仍然存在，企业能有较大动力通过涨价传导成本压力，预计需求支撑较强且前期涨幅较小或价格水平偏低的地区后期有望继续补涨。

➤ Q：哪些水泥企业的业绩弹性更大？

- A：根据我们9月28日外发报告《限产对水泥量、价及企业业绩影响几何》，中性情景下，我们测算海螺/华新/上峰/万年青/塔牌水泥及熟料归母净利润同比增速分别达5%/17%/16%/52%/45%，因此业绩弹性角度，万年青、塔牌集团更大，但中长期成长性来看，华新水泥、上峰水泥更优。

➤ Q：电价市场化改革对水泥企业有哪些影响？

- A：日前，国家发改委印发《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》明确将从10月15日起有序放开全部燃煤发电电量上网电价，并扩大市场交易电价的上下浮动范围，并明确高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。水泥是传统高能耗行业，当前国内吨水泥综合电耗约在90度电左右(含熟料电耗和水泥粉磨电耗)，我们预计短期对水泥企业生产成本影响不大，且龙头公司一般都会配套余热发电设施，部分企业开始探索光伏电站建设，中长期来看，企业用电成本分化可能进一步加剧，龙头企业竞争优势得到强化，有助于优化供给格局。

推荐观点：

- **近期水泥行业动态：**上周全国水泥市场价格620元/吨，环比大幅上涨8.6%，年同比高184元/吨。价格上涨地区涉及全国绝大多数省份，涨幅30-150元/吨；价格回落区域主要是河南和云南丽江，幅度20-60元/吨。国庆节过后，国内水泥市场需求受降雨、以及建筑材料价格大幅上涨影响，下游开工放缓，水泥需求表现趋弱，但由于限电和能耗双控持续，水泥供应仍然不足，再加上煤炭价格上涨至2000元/吨或以上，水泥企业在生产成本增加驱动下，继续上调价格。
- **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	40.23	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	1.83	1.50	1.27	1.10	0.97	4.2%	5.0%	5.3%
000401.SZ	冀东水泥	183	13.02	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	12.31	6.76	6.41	5.42	4.98	0.63	0.64	0.57	0.55	0.47	3.1%	3.9%	3.9%
000672.SZ	上峰水泥	146	18.16	14.7	23.3	20.3	23.3	27.4	1.81	2.87	2.49	2.86	3.37	9.95	6.28	7.23	6.29	5.35	4.14	2.56	2.06	1.66	1.37	2.2%	5.0%	4.7%
000789.SZ	万年青	98	12.37	11.4	13.7	14.8	16.7	17.9	1.43	1.72	1.86	2.10	2.25	8.66	7.19	6.65	5.88	5.50	1.62	1.31	1.02	0.78	0.62	6.5%	5.7%	5.7%
000877.SZ	天山股份	150	13.79	12.4	16.4	15.2	18.3	20.8	1.18	1.56	1.45	1.75	1.98	12.07	9.16	9.88	8.17	7.22	1.72	1.43	1.28	1.13	1.00	2.7%	3.6%	3.4%
002223.SZ	塔牌集团	127	10.74	17.2	17.3	17.8	19.1	21.5	1.45	1.45	1.49	1.61	1.80	7.38	7.34	7.14	6.64	5.92	1.43	1.31	1.22	1.12	1.03	8.0%	8.0%	7.0%
600449.SH	宁夏建材	53	11.01	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	12.30	6.85	5.46	4.66	3.95	1.02	0.89	0.79	0.69	0.59	2.7%	4.6%	6.1%
600720.SH	祁连山	82	10.55	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	12.52	6.64	5.70	4.57	4.14	1.29	1.09	0.95	0.83	0.71	2.8%	5.5%	6.4%
600801.SH	华新水泥	394	18.93	51.8	63.4	56.3	65.5	76.2	3.46	3.02	2.69	3.13	3.63	7.60	6.21	7.00	6.01	5.17	2.38	1.70	1.54	1.27	1.08	6.1%	6.4%	5.7%

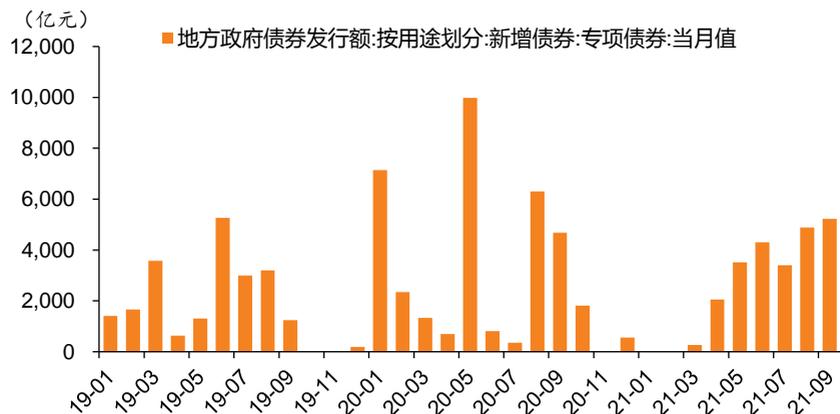
注：表中市值数据截至2021年10月15日收盘，除万年青2021、2022年盈利预测为wind一致预期外，其他公司盈利预测均来自天风建材团队

资料来源：Wind、天风证券研究所

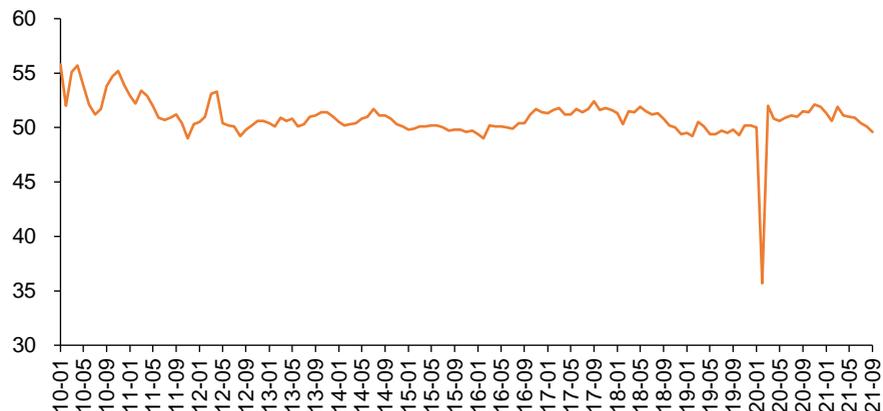
需求展望：未来呈边际好转趋势发展

- 我们认为当前水泥需求仍处低位，但未来呈边际好转趋势发展。9月全国制造业PMI为49.6%，较8月回落0.5个百分点，PMI自4月份以来持续下降，9月份首次降至荣枯线以下，反映经济稳增长压力持续加大，政策有望再度发力，9月单月专项债发行额5231亿元，再创21年单月历史新高，Q4专项债发行有望明显提速，继续提振基建需求；另一方面，9月27日央行货币政策委员会例会提到要“维护房地产市场健康发展，维护消费者权益”，29日房地产金融座谈会强调围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，地产基本面下行背景下，政策端可能出现边际放松，且9月社融新增低于市场预期，宽信用预期逐渐增强。短期来看，9月水泥持续去库存，当前全国库存仅47%，同比低9pct，受限产影响，预计供给缺口仍将继续存在。

图：21年地方政府专项债发行情况



图：中国制造业PMI



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：目前限产力度仍在持续加大，供给端大幅收缩

根据我们统计，十月初已有近20个省份出现限产情况，虽然部分执行时间早或执行力度大的省份（如云南、广西、江苏）有所放松，但从全国来看，限产力度较9月份进一步趋严，且由于广东、浙江、安徽等地区十月份限产力度均较九月份有所增强，两广、长三角地区的供给紧张局面并不会得到改善。另一方面，在常态化错峰生产政策要求下，部分省份已开始执行Q4错峰生产要求，整体来看，我们认为Q4供给端仍偏紧。22年初限产或有整体放松，但在能耗双控大方向下，我们预计未来对供给端的控制或将逐步趋严，体现在全年限产天数增加、严禁新增产能等，供给端仍有可能超预期演绎。

图：当前各省份限电限产情况汇总

省份	限电限产情况
山西	山西地区电力紧张，水泥企业存有限电预期，目前企业生产尚未受影响，预计10月份水泥企或将限产50%
内蒙古	内蒙古地区自三月份开始进行能耗双控，四季度节能减排压力并不大，但近期因为电力供应短缺，不同地区水泥企业限产20%-40%。
辽宁	辽中地区电力不足，针对水泥企业熟料生产线限产30%-50%，临时拉闸限电，企业磨机基本无法正常生产。
吉林	吉林地区电力供应不足，针对水泥企业限电逐渐增强，部分企业熟料生产线已停产，磨机临时加长，且企业错峰生产刚刚结束。
黑龙江	黑龙江哈尔滨地区受限电影响，企业熟料生产线和磨机均无法正常运转。
江苏	南京地区熟料生产已恢复正常，磨机受限电影响，虽仍无法正常生产，但较9月份供应紧张情况有所缓解。苏锡常地区能耗管控得到缓解，磨机限产大约在20%-30%，熟料生产线基本恢复正常，下游需求逐渐恢复。
浙江	供给端再次收缩，能耗管控力度加大，企业磨机白天无法正常生产，水泥产量减少50%左右，企业库存普遍在低位甚至空库，市场供应不足，且10-12月份月份衢州、杭州等地区熟料生产线计划停产7-10天不等。
安徽	皖北亳州、阜阳、蚌埠、宿州等地区电力不足，部分企业磨机生产受限，合肥、芜湖等地区下游搅拌站受限电影响较大，水泥企业仅磨机略有影响，十月下旬对水泥行业限电或将加重。
江西	受浙江限电影响，上饶地区水泥企业生产同时受限，不过限产时间较短，10月将恢复正常生产。
河南	预计进入十月份，河南或将出现严重的限电情况。
湖南	自9月25日起，因电力不足，地方政府针对水泥行业限电加重，省内水泥企业大部分熟料生产线处于停产状态，仅部分依靠余热发电企业能保一条窑线运转，限电恢复时间待定。
广东	珠三角地区能耗双控趋严，企业磨机限产大约50%-60%，仅晚上能正常生产，熟料生产线暂无影响，据企业反馈，10月份广东企业熟料生产线或将面临停产，时长半个月或限产50%，具体执行将根据企业能耗完成情况而定。
广西	广西地区水泥企业继续执行60%限产，据了解，10月份地方政府针对水泥企业仍有限产，预计限产力度在30%-50%不等。
重庆	重庆地区部分企业已有限电停窑情况出现，目前区域内水泥企业限产在20%-30%水平。
贵州	目前由于电力供应紧张，针对水泥企业限制用电负荷50%-60%。
云南	昆明地区由于能耗管控，企业限产50%以上，环保督察组入驻昆明，预计停产力度将加大；9月24日至12月31日，丽江地区水泥企业停窑时间不少于60天，大理地区水泥企业停窑时间不少于30天，而玉溪地区管控严格，熟料生产线及水泥磨机已全面停产，其他地区企业限产50%-80%不等。
陕西	据企业反馈，关中地区暂未接到限电相关通知；榆林地区受能源双控影响，水泥企业限产50%左右。
宁夏	目前受能源双控影响，吴忠、中卫地区水泥企业停产，银川地区企业也陆续出现限电情况。

资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

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

可不制定产能置换方案的情形

(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

位于国家规定的非环境敏感区的水泥熟料和平板玻璃项目，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。

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（1017）

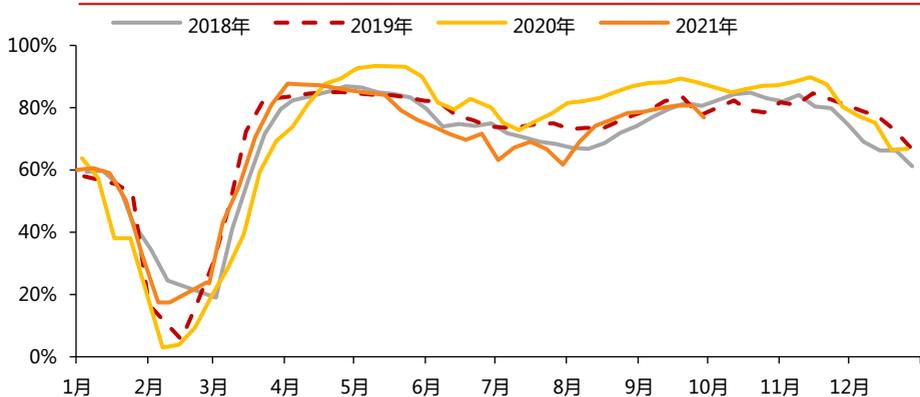
- 水泥出货率：环比下降7.3pct，东北、中南地区降幅居前
- 磨机开工率：周环比提高9pct，中南、西北地区涨幅靠前
- 库存：全国环比提高2.8pct，中南、西南地区涨幅较大
- 价格：环比上涨47.7元/吨，华北、西南地区涨幅居前，广东再度上调
- 水煤价差：国内动力煤市场整体维持高位，水泥价格上涨带动企业盈利能力环比提升

水泥出货率：环比下降7.3pct，东北、中南地区降幅居前

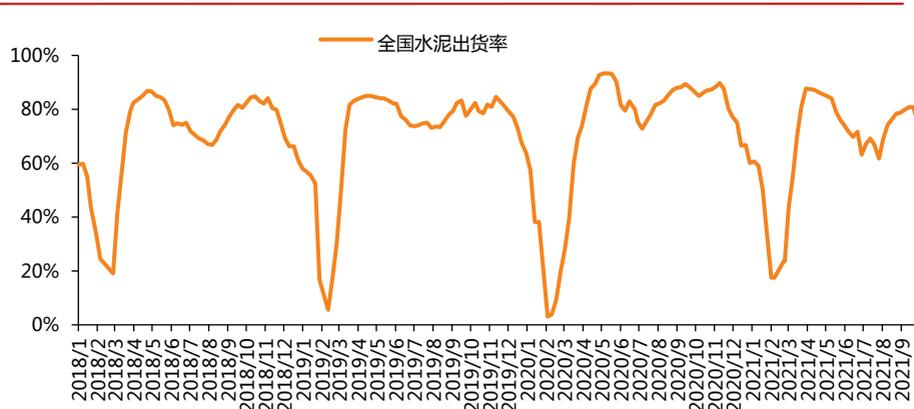
上周全国水泥出货率69%，周环比-7.3pct，年同比低16pct，国内水泥市场需求整体表现不温不火，但由于能耗双控，以及电力供应不足，全国范围内市场供应持续收紧。

华北地区水泥出货率64%，周环比下降7pct，年同比低14pct，北京地区水泥出货率环比下降5pct，天津地区下游需求表现较差，水泥出货率环比下降20pct，内蒙古地区出货率保持在六成，河北地区水泥出货率环比下降10pct，山西地区保持在五成。**东北地区水泥出货率65%，周环比下降11.7pct，年同比高5pct**，辽宁地区水泥出货率环比下降20pct，吉林地区水泥出货率环比下降5pct，黑龙江地区出货率环比下降10pct。

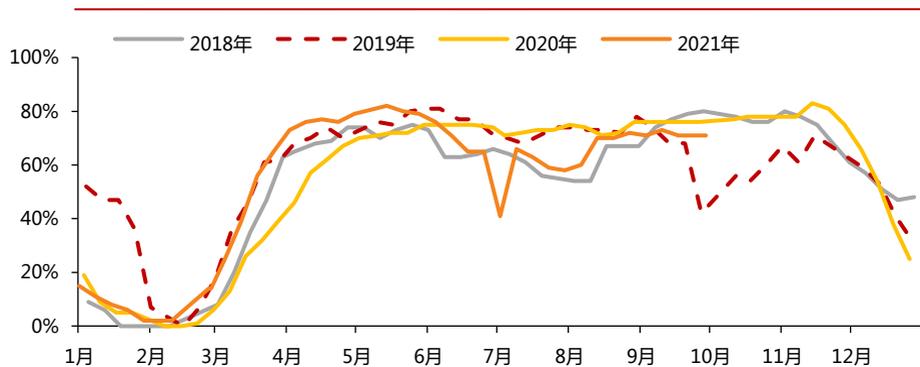
图：2018-2021年分年度全国水泥出货率



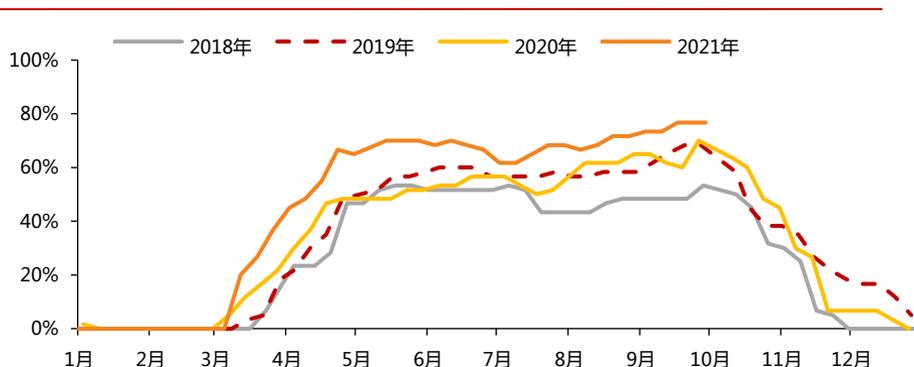
图：2018-2021年全国水泥出货率走势图



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

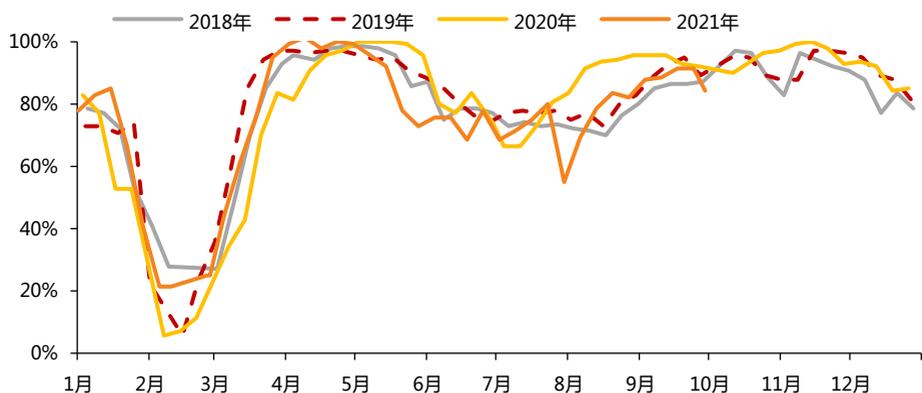


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

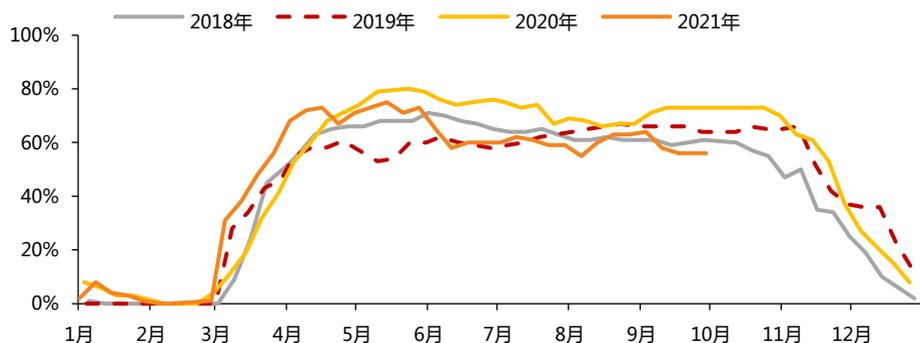
水泥出货率：环比下降7.3pct，东北、中南地区降幅居前

➤ **华东地区水泥出货率74%，周环比降低10.7pct，年同比低19pct**，上海地区需求表现一般，出货率环比下降20pct，江苏、安徽、福建地区出货率环比下降15pct，浙江、山东地区出货率环比下降10pct，江西地区水泥出货环比提高5pct。**中南地区出货率70%，周环比降低10.8pct，年同比低13pct**，湖南地区出货率环比下降20pct，海南地区环比下降15pct，河南、湖北、广西地区水泥出货率环比下降10pct，广东地区出货保持在八成。**西南地区出货率58%，周环比降低10pct，年同比低18pct**，重庆、贵州地区水泥出货率环比下降10pct，四川地区保持在七成，云南地区出货率环比下降20pct；**西北地区出货率63%，周环比提高7pct，年同比低10pct**，陕西地区前期积压需求得到释放，出货率环比提高50pct，宁夏地区出货率保持在六成，甘肃地区环比下降10pct，青海地区环比下降5pct，新疆地区出货率保持在四成半。

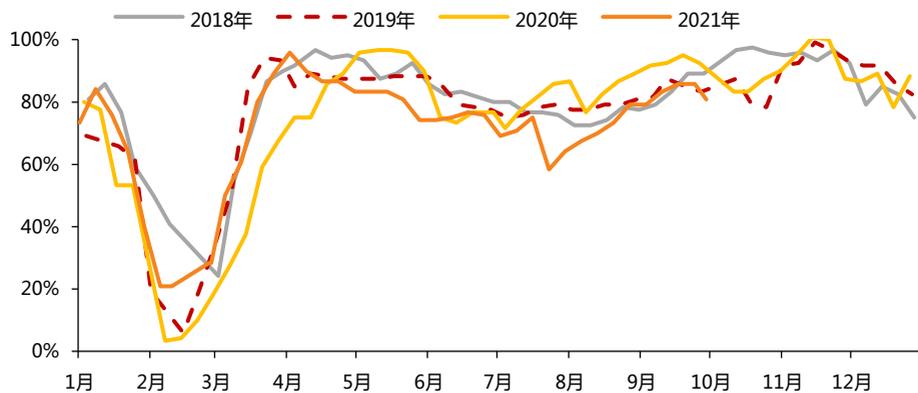
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



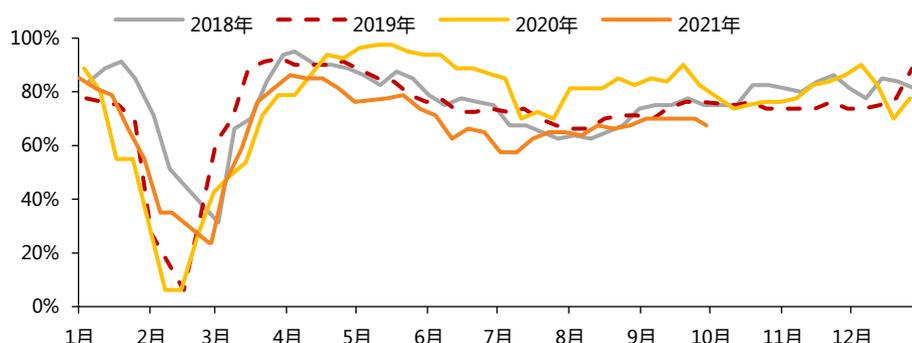
图：2018-2021年分年度西北水泥出货率



图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



图：2018-2021年分年度西南水泥出货率



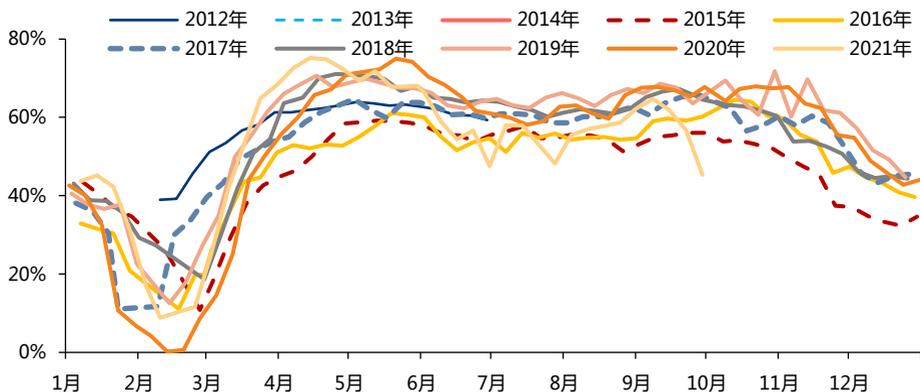
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

磨机开工率：周环比提高9pct，中南、西北地区涨幅靠前

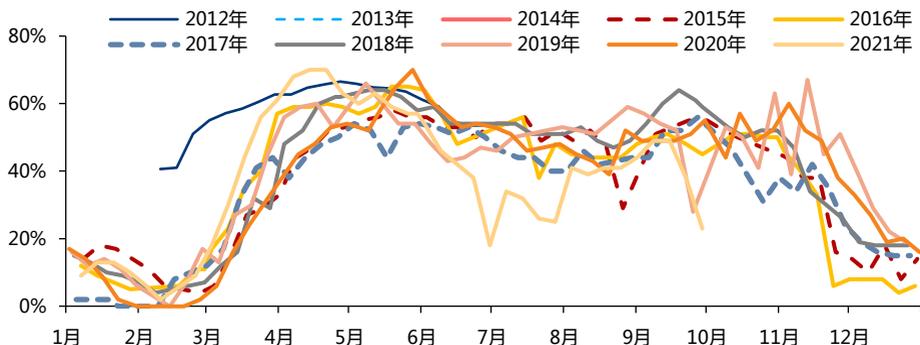
上周全国水泥磨机开工率54%，周环比提高9pct，年同比低13pct。部分省份限电解除，磨机生产有所恢复，但总体磨机开工仍然较低。

华北地区水泥磨机开工率29%，周环比提高6pct，年同比下降28pct，北京地区开工率保持在两成，天津地区开工率保持在一成半，河北地区环比提高15pct，山西地区磨机开工率环比提高20pct，内蒙古地区开工环比下滑5pct。东北地区水泥磨机开工率37%，周环比提高3pct，年同比下降10pct。受电力供应影响，辽宁、黑龙江地区开工率保持在2-3成，吉林地区水泥出货率环比提高10pct。

图：分年度全国水泥磨机开工率



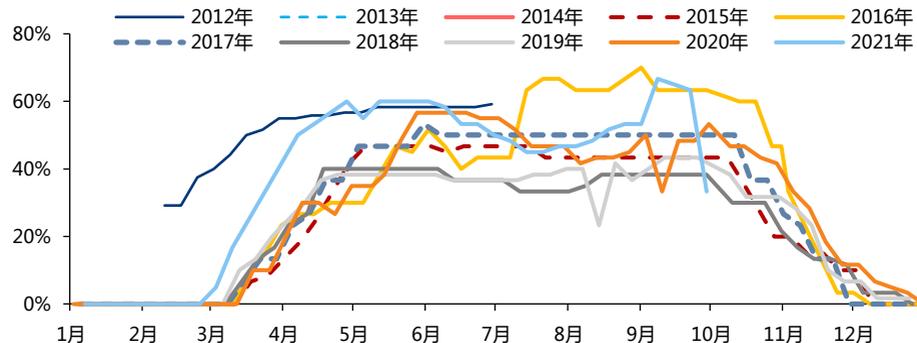
图：分年度华北水泥磨机开工率



图：全国磨机开工率走势图



图：分年度东北水泥磨机开工率



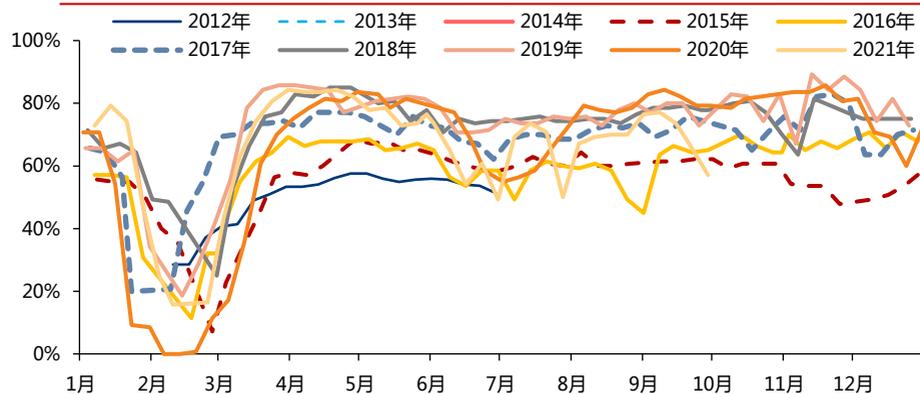
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

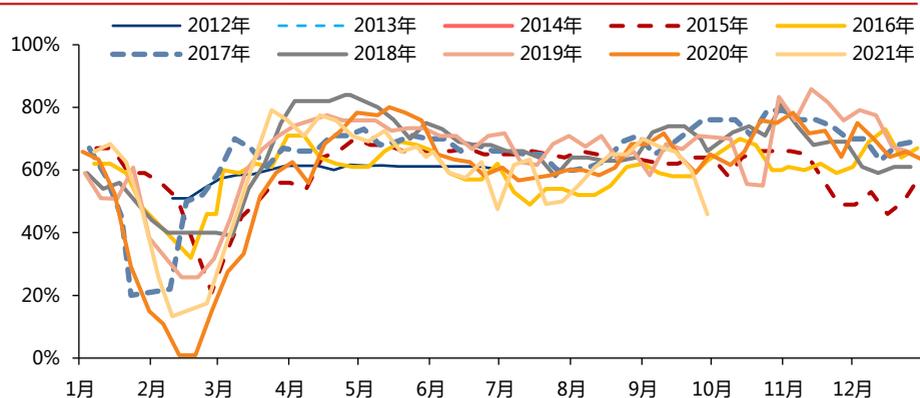
磨机开工率：周环比提高9pct，中南、西北地区涨幅靠前

➤ 华东地区水泥磨机开工率60%，周环比提高3pct，年同比低21pct，江苏、安徽、江西、山东地区开工率环比上升10pct，上海地区保持在八成，浙江地区保持在五成，福建地区开工环比下降20pct；中南地区水泥磨机开工率65%，周环比提高19pct，年同比-1pct，湖南地区水泥企业解除限电，开工率环比提高55pct，河南地区开工环比提高10pct，湖北、两广地区开工率环比提高20pct，海南地区环比下降10pct；西南地区开工率62%，周环比提高10pct，年同比低12pct，重庆、四川、西藏地区开工率保持在六至七成，贵州地区开工率环比提高10pct，云南地区环比提高40pct；西北地区开工率62%，周环比提高11pct，年同比-3pct，陕西地区开工率环比提高35pct，甘肃、青海、宁夏、新疆地区磨机开工率环比提高5pct。

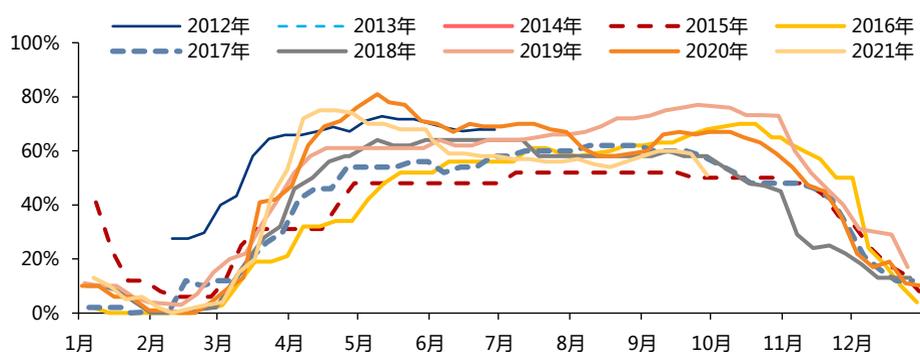
图：分年度华东水泥磨机开工率



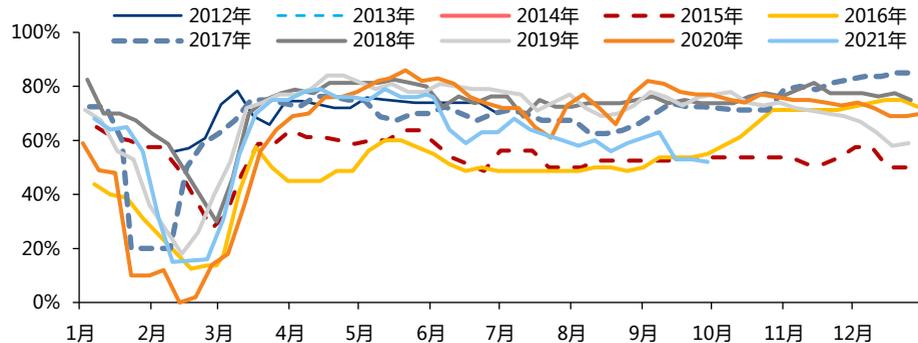
图：分年度中南水泥磨机开工率



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

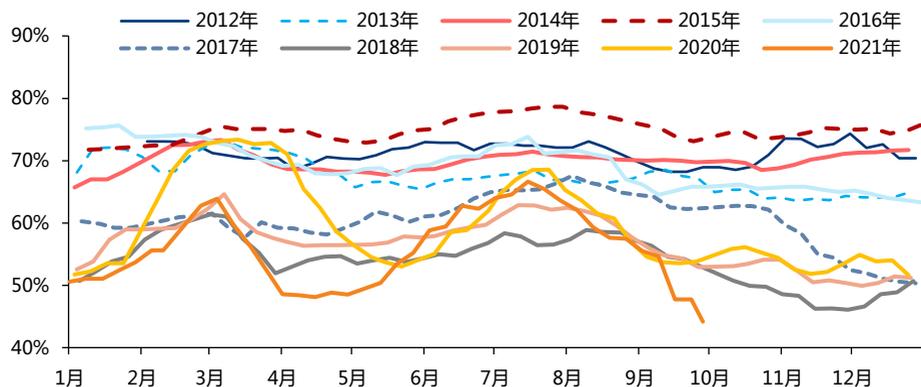
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

库存：全国环比提高2.8pct，中南、西南地区涨幅较大

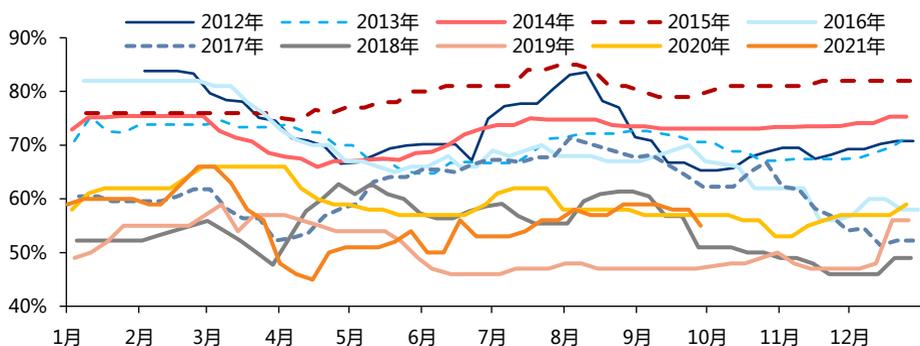
上周全国水泥库存47%，周环比提高2.8pct，年同比低9pct。十月中旬气温下降，南方部分地区电力压力减小，水泥企业供给端有所恢复，受国庆假期、部分地区雨水天气影响，库存略有上升。

华北地区水泥库存41%，周环比下降14pct，年同下降15pct，北京地区库存环比下降10pct，天津、内蒙古地区库存环比下降20pct，河北地区库存环比下降30pct，山西地区水泥库存提高10pct。东北地区水泥库存30%，周环比下降1.7pct，年同比低20pct，辽宁地区库存环比下降5pct，吉林地区水泥库存保持在三成，黑龙江地区水泥库存保持在三成半。

图：分年度全国水泥库存



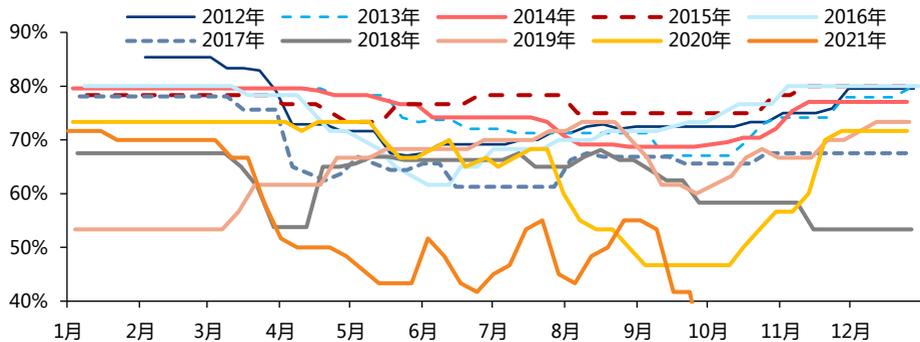
图：分年度华北水泥库存



图：全国水泥库存走势图



图：分年度东北水泥库存



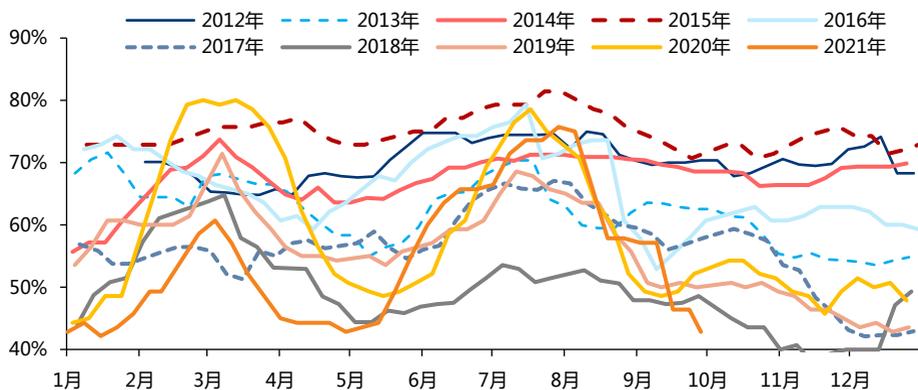
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

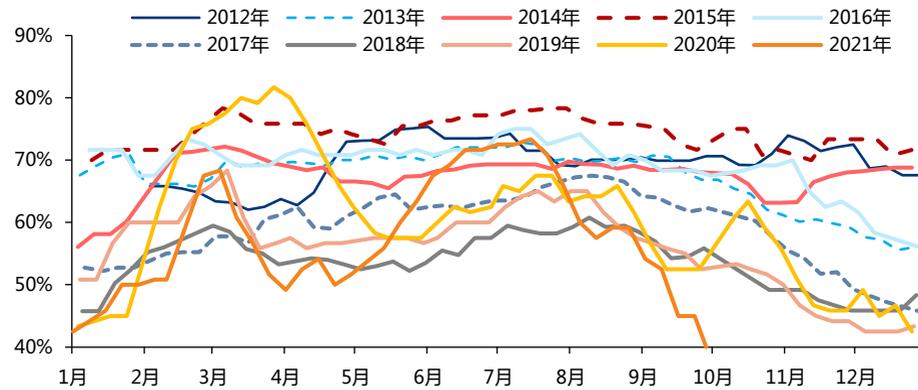
库存：全国环比提高2.8pct，中南、西南地区涨幅较大

➤ **华东地区水泥库存47%，周环比提高4.3pct，年同比低7pct**，上海、山东地区水泥库存环比提高10pct，江苏地区库存环比提高25pct，浙江地区环比下降5pct，安徽地区环比提高5pct，福建地区环比下降15pct，江西地区库存保持在七成；**中南地区水泥库存50%，周环比提高10pct，年同比低13pct**，受下游弱需求影响，河南、两湖、广东地区库存环比上升10pct，广西地区库存环比提高15pct，海南地区库存环比提高5pct；**西北地区水泥库存56%，周环比保持不变，年同比高4pct**，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，甘肃地区库存保持在四成；**西南地区水泥库存53%，周环比提高10pct，年同比低11pct**，重庆地区水泥库存环比提高20pct，四川地区水泥库存环比提高5pct，贵州地区保持在四成，云南地区库存环比提高15pct。

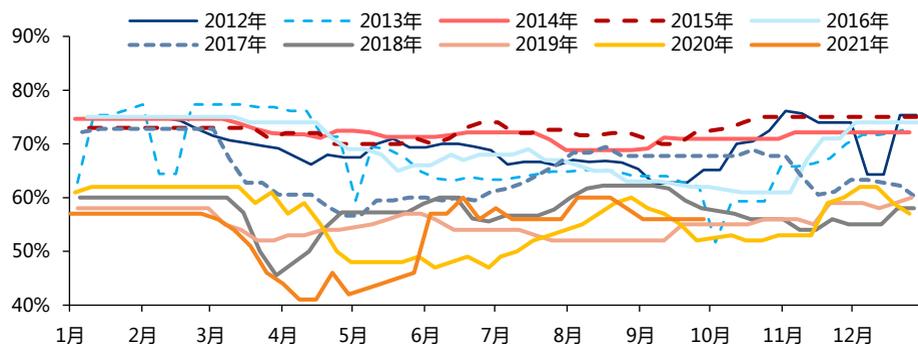
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



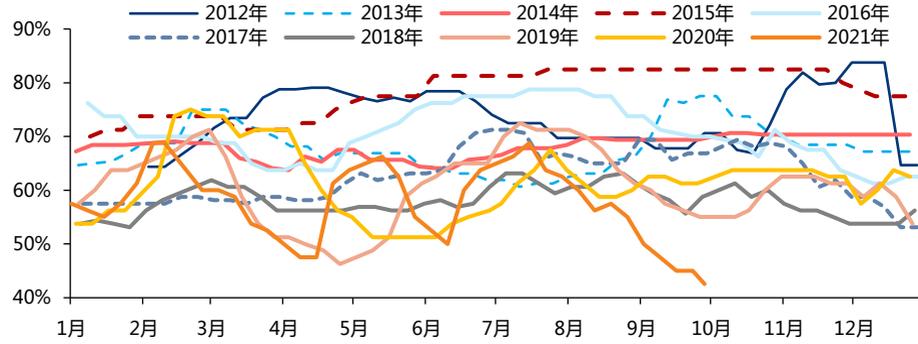
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



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

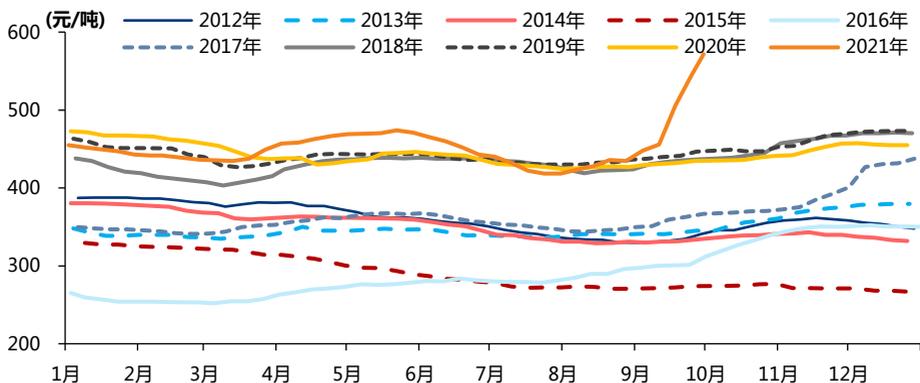
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

价格：环比上涨47.7元/吨，华北、西南地区涨幅居前

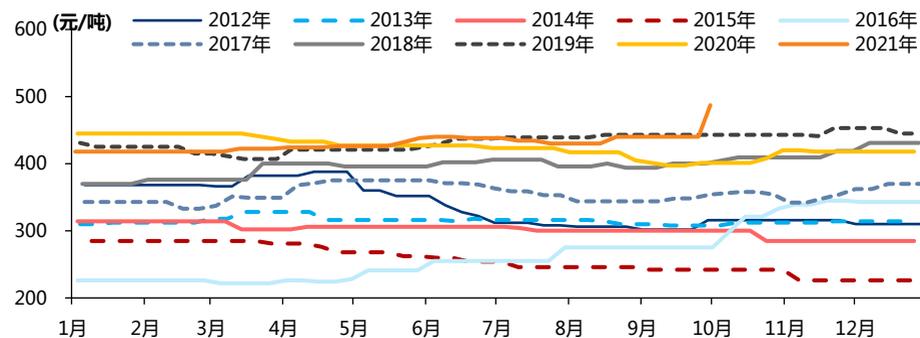
上周全国水泥价格620元/吨，周环比+47.7元/吨，年同比高183.5元/吨。国庆节过后，受降雨、以及建筑材料价格大幅上涨影响，水泥市场需求表现趋弱，但由于限电和能耗双控持续，水泥供应仍然不足，同时，水泥企业在生产成本增加驱动下，继续上调价格。

华北地区水泥均价549元/吨，周环比提高62元/吨，年同比高148元/吨，京津冀地区水泥价格上调陆续落实，价格上调主要是由于环保管控、限电以及煤炭等原燃材料价格不断增加所致，为传递成本压力，企业上涨价格意愿强烈；东北地区水泥均价685元/吨，周环比+53.3元/吨，年同比高340元/吨。东北地区10月9日起企业熟料生产线停产不少于15天，市场供应紧张，促使价格再次上调。

图：全国月度水泥价格比较



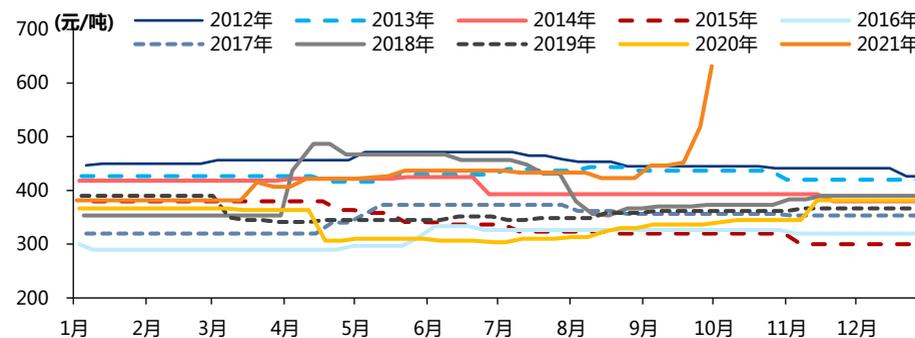
图：华北月度水泥价格比较



图：全国水泥价格走势



图：东北月度水泥价格比较



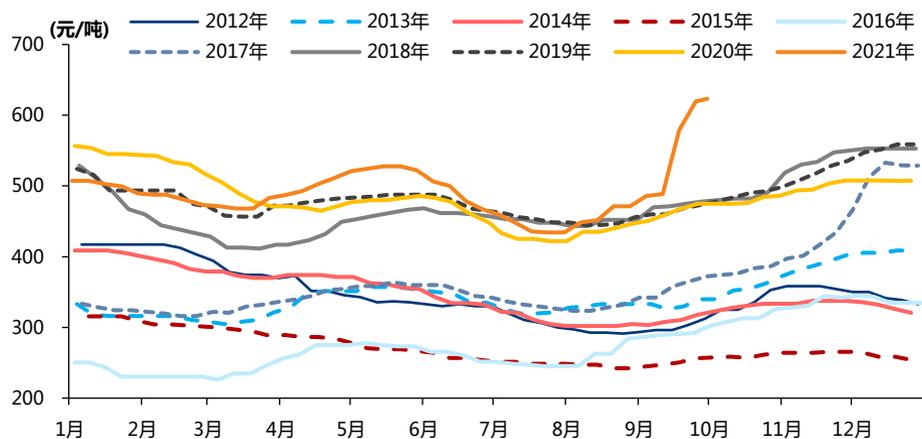
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

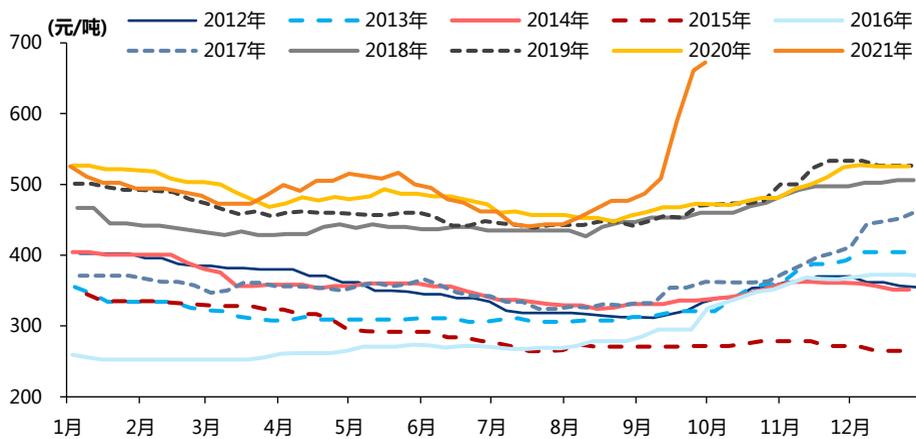
价格：环比上涨47.7元/吨，华北、西南地区涨幅居前

- **华东地区水泥均价659元/吨，周环比+35.7元/吨，年同比高182.9元/吨**，华东地区水泥价格继续上行。江苏南京地区水泥价格第六轮上调30元/吨，磨机受限电影响，虽仍无法正常生产，但较9月份供应紧张情况有所缓解。浙江全省水泥价格第七轮上调30元/吨，价格上调主要是进入十月份，供给端再次收缩，能耗管控力度加大，企业磨机白天无法正常生产，水泥产量减少50%左右。上海地区水泥价格第六轮上调30元/吨，由于江浙地区供需形势较好，价格持续上调，带动上海水泥价格跟涨。安徽合肥及巢湖地区水泥价格平稳，由于下游搅拌站前期囤货较多，目前正在消化库存。江西地区水泥价格上调60元/吨，价格上调主要是周边地区水泥价格陆续上涨，带动本地价格上调。福建地区水泥价格第五轮上调70元/吨，价格上调主要是能耗双控趋严，为保民用用电，针对水泥企业限制用电负荷，减产在50%左右，市场供应减少，支撑价格上涨。山东地区水泥价格上调50-60元/吨。限电仍在持续，通常当天通知，当日限产20%-50%不等。
- **中南地区水泥均价704元/吨，周环比提高31.7元/吨，年同比高228.3元/吨**，中南地区水泥价格继续大涨。广东珠三角及粤北地区水泥价格上调50-70元/吨，能耗管控趋严，企业熟料生产线目前已停产50%左右。广西南宁和崇左地区水泥价格平稳，下游需求表现一般，且外围贵州水泥进入量增多。湖南地区水泥价格第七轮上调50元/吨，主要是9月底限电力度加大，大部分生产线均处于停产状态。湖北武汉及鄂东地区水泥价格上调60元/吨，水泥生产成本不断上升，再随着外围地区水泥价格上调，本地企业积极跟涨。河南地区水泥价格上调出现回撤现象。10月9日，河南省内水泥价格推涨30元/吨，据跟踪了解，此次价格上调并未落实，一方面是受持续阴雨天气影响，下游需求表现较弱，另一方面水泥价格涨跌互现后，不同企业间价差较大，且下游企业由于预算不够，施工项目放慢进度，部分水泥企业为维护市场份额，价格调整出现反复。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较

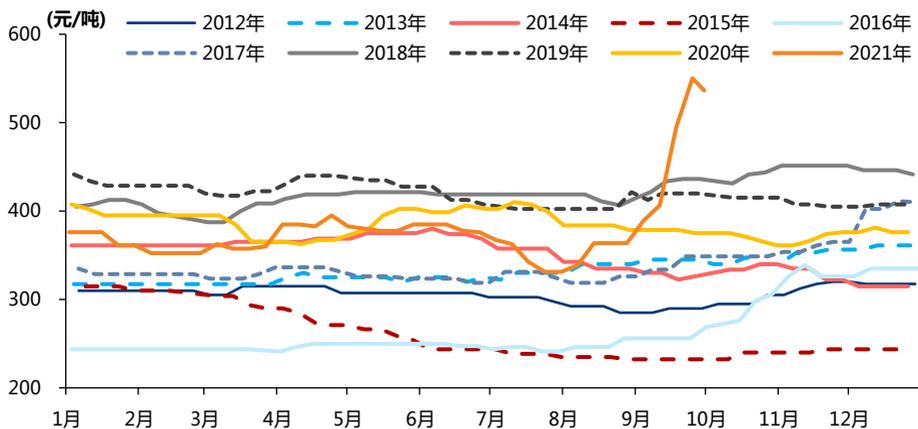


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

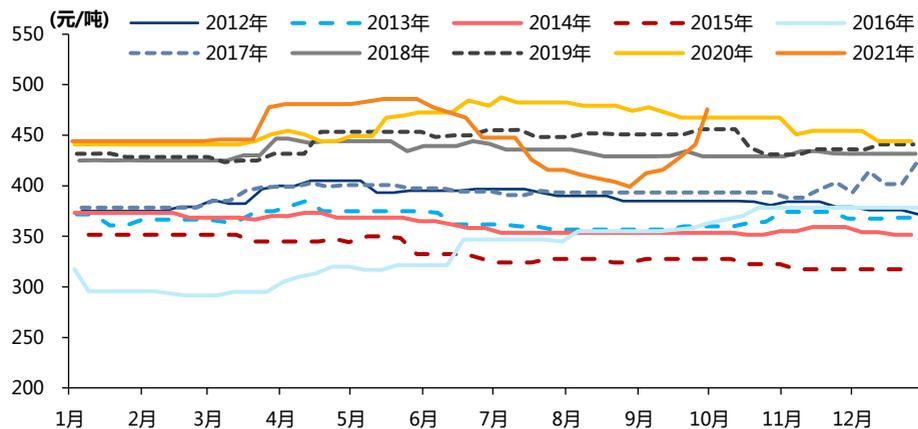
价格：环比上涨47.7元/吨，华北、西南地区涨幅居前

- **西南地区水泥均价594元/吨，周环比提高57.5元/吨，年同比高222.5元/吨**，西南地区水泥价格涨跌互现。四川成都和德绵地区水泥价格上调100元/吨，价格上调主要是外围地区水泥价格大幅上涨，以及水泥生产成本不断增加，企业推涨价格。重庆主城、渝西北地区水泥价格回落20-30元/吨，价格回落主要是前期价格累计上涨幅度过大，库存高位运行。云南昆明地区水泥价格暂稳，由于10月11日至17日联合国生物多样性大会在昆明召开，在此期间，昆明市区搅拌站及工程项目停止施工，下游需求低迷，企业发货大幅减少，库存呈上升趋势，预计短期价格将以稳为主。贵州地区水泥价格全面上调50-60元/吨，价格上调一方面是受持续限电影响，企业窑磨不能同时开工，库存普遍低位运行，另一方面煤炭价格持续上调，水泥生产成本大幅增加，为增加盈利，企业陆续上调水泥价格，目前由于各项原材料涨幅较大，下游工程因资金预算不足，开工率较前期有所下降，日出货仅在4成左右。贵州地区四季度错峰不少于停产30天，10月执行限产10天。
- **西北地区水泥均价533元/吨，周环比提高56.7元/吨，年同比提高65元/吨**，西北地区水泥价格大幅推涨。甘肃兰州、白银、平凉、天水等地区水泥价格上调100元/吨，受煤炭价格持续上涨、限电以及环保督察等因素影响，导致水泥生产成本大幅增加，为传递成本压力，企业大幅上调水泥价格。陕西关中地区水泥价格上调80元/吨，一方面天气好转后，前期积压的需求集中释放，另一方面煤炭等原材料价格持续高位，成本压力较大，企业积极推动价格上调，且落实情况良好。宁夏地区水泥价格在国庆期间实现两轮上调，累计上调100元/吨，价格上调主要是政府进行能耗双控管制，水泥企业生产受限，再加上原燃材料价格大涨，水泥企业生产成本大幅增加，企业推动价格再次上调。

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

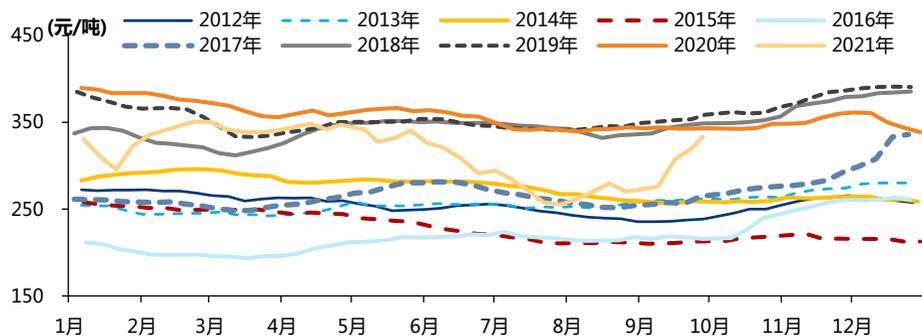
水煤价差：国内动力煤价格继续攀升，水泥企业盈利压力加大

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差276元/吨，周环比下降57元/吨，年同比下降67元/吨。产地方面，进入10月国内加速新增产能释放政策不断出台，主产区部分地区发布核增产能煤矿名单，其中内蒙地区部分煤矿可按照核增后产能组织生产，山西地区部分1-8月已完成全年生产任务的煤矿可正常组织生产。本周来看，内蒙地区煤炭产量增加，山西地区前期受强降雨天气影响而出现停产的煤矿也陆续恢复正常产销，国内煤炭供应稳中有增。港口方面，本周秦皇岛港煤炭库存缓慢回升，截至10月14日秦港整体库存412万吨，较上期增加7万吨，增幅在1.73%。秦港煤炭库存虽有回升，但目前港口堆存资源以长协煤为主，市场可售资源偏紧现象未有明显改善；下游用户则多保持刚需询盘采购，沿海动力煤市场暂未出现降温迹象。

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

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

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