

水泥制造

限产边际放松，后期关注需求端恢复情况

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：

- **近期水泥行业动态：**上周水泥指数上涨0.29%，上周全国水泥市场价格环比继续上行，全国水泥均价625元/吨，周环比上涨5.8元，年同比高186元。价格上涨地区为黑龙江、江西、山东、海南、西藏、青海和宁夏，幅度30-60元/吨；价格回落区域主要是福建和云南，幅度30-70元/吨。10月中下旬，全国水泥市场需求表现依旧疲软，华东、华南和华北地区企业出货量能达7-8成，西南、西北和华中地区仅在5-6成水平。需求较弱的影响因素：一是自下半年以来，房地产和基建项目因资金短缺，新开工项目推进缓慢；二是由于能耗双控、电煤短缺，致使包括水泥在内的建筑原材料价格出现暴涨，使得下游单位施工预算不足，在建项目施工进度也有所放缓；三是国庆过后，南方多地有雨水天气，以及北方地区陆续进入淡季，对需求也有一些影响。
- **我们对当前水泥板块观点如下：**当前受多种因素影响，水泥需求恢复有所滞后，但我们认为基建、地产需求边际好转的趋势没有改变，Q4供给端限电限产节奏可能存在较大不确定性，但冬季错峰力度有所加强，预计价格维持高位震荡，同时在发改委指导下，煤炭价格有望见顶回落，利好水泥企业盈利改善。国家发改委等部门指导意见要求，到2025年水泥等重点行业达到标杆水平（可比熟料综合能耗 标杆水平100kg标准煤/吨）的产能比例超过30%，高能耗小企业退出压力加大，同时随着高耗能企业市场交易电价限制放开，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。
- **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）。

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.S H	海螺水泥	2,306	39.84	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	1.81	1.48	1.26	1.09	0.96	4.2%	4.9%	5.2%
000401.S Z	冀东水泥	176	12.70	14.8	27.0	28.5	33.7	36.7	1.05	1.91	2.02	2.38	2.60	11.89	6.53	6.19	5.24	4.81	0.61	0.62	0.56	0.53	0.46	3.2%	4.0%	4.0%
000672.S Z	上峰水泥	144	17.66	14.7	23.3	20.3	23.3	27.4	1.81	2.87	2.49	2.86	3.37	9.81	6.20	7.13	6.20	5.28	4.03	2.49	2.01	1.62	1.33	2.3%	5.1%	4.8%
000789.S Z	万年青	96	12.27	11.4	13.7	14.8	16.4	17.4	1.43	1.72	1.86	2.06	2.18	8.48	7.05	6.52	5.88	5.56	1.61	1.30	1.01	0.77	0.62	6.6%	5.8%	5.8%
000877.S Z	天山股份	151	14.40	12.4	16.4	15.2	18.3	20.8	1.18	1.56	1.45	1.75	1.98	12.19	9.25	9.98	8.25	7.29	1.80	1.49	1.33	1.18	1.05	2.6%	3.5%	3.3%
002233.S Z	塔牌集团	123	10.59	17.2	17.3	17.8	27.0	31.5	1.45	1.45	1.49	2.26	2.64	7.15	7.10	6.91	4.56	3.91	1.41	1.29	1.21	1.11	1.02	8.2%	8.2%	7.3%
600449.S H	宁夏建材	54	11.15	4.3	7.7	9.6	11.3	13.3	0.90	1.61	2.02	2.37	2.79	12.52	6.97	5.56	4.74	4.02	1.03	0.90	0.80	0.70	0.60	2.7%	4.5%	6.0%
600720.S H	祁连山	79	10.20	6.5	12.3	14.4	17.9	19.8	0.84	1.59	1.85	2.31	2.55	12.09	6.42	5.51	4.41	4.00	1.25	1.06	0.92	0.80	0.68	2.9%	5.7%	6.7%
600801.S H	华新水泥	388	18.62	51.8	63.4	56.3	65.5	76.2	3.46	3.02	2.69	3.13	3.63	7.49	6.12	6.89	5.92	5.09	2.34	1.67	1.52	1.25	1.06	6.2%	6.5%	5.8%

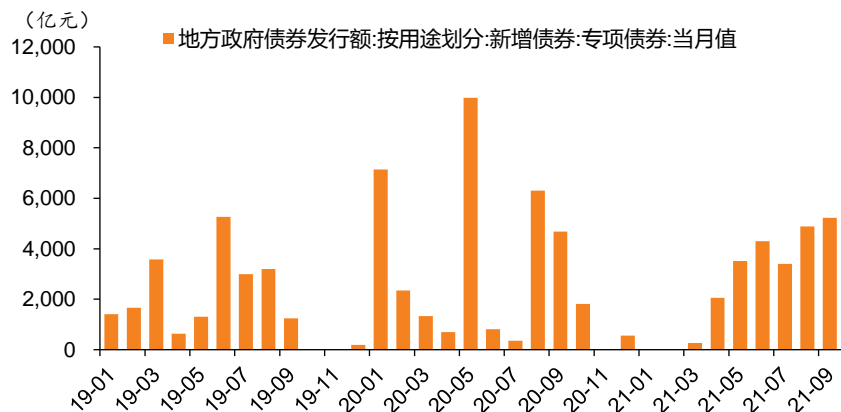
风险提示：水泥需求大幅下滑、旺季价格上涨不及预期、骨料行业竞争加剧。

资料来源：Wind、天风证券研究所

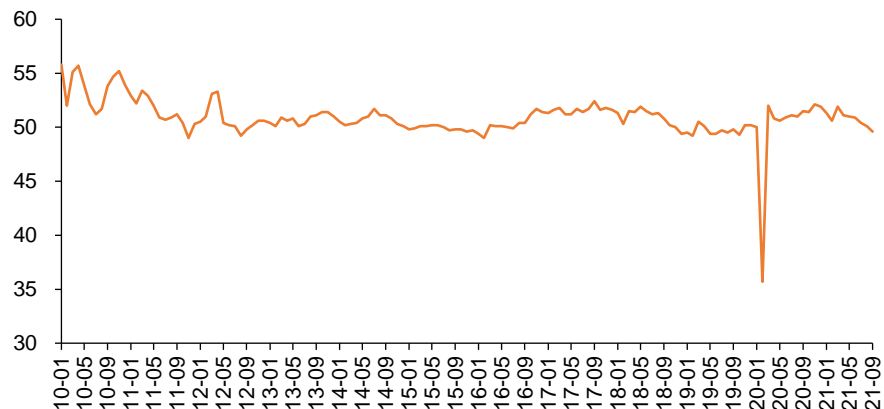
需求展望：未来呈边际好转趋势发展

- 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：限产力度有所放松，后期不确定性加大

上周多数省份限电限产控制有所放松，目前供给端基本保持充足，我们认为进入十月份，整体限产节奏逐渐回归理性，但波动性有所加强，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	本周暂无停产情况
河北	唐山地区环保管控继续，但较前期有所缓解，夜间十时至凌晨六时运输车辆可进出厂。石家庄和邯郸地区水泥企业仍在停窑限产，要求停产至11月27日。
辽宁	部分地区仍有限产情况。
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。苏锡常目前能耗双控针对水泥企业限产也已缓解，水泥供应充足。
浙江	金衢丽地区水泥价格平稳，水泥企业熟料生产线大部分能正常生产，但磨机被要求“开四停三”或仅在晚上生产，水泥减产50%左右。
福建	限电程度也有所缓解，磨机限产30%左右，水泥供应充足。
江西	江西地区10月21日至27日全省水泥熟料生产线执行错峰生产7天，同时自10月21日起，政府要求省内水泥企业错峰用电，磨机限产约在20%-30%。
山东	当地政府对水泥企业限电再次趋严，企业减产50%或以上，部分企业磨机甚至被要求开一停六，供应大幅减少
河南	南阳地方政府有口头通知将限电限产10天，执行情况待跟踪，其他地区暂未有政府强制性限产要求。
湖南	本周省内水泥企业再次接到限电通知，窑磨无法同时运转，但由于目前库存普遍偏高，市场未出现供应紧张情况。
湖北	前期地方政府有限电计划，但从实际情况看，并未采取该措施，各水泥企业基本保持正常生产。
广东	本地能耗双控力度同时减缓，部分水泥企业陆续恢复正常生产，供应紧张局面缓解。
广西	10月份，广西地区因能耗双控政策，针对水泥企业限电程度较9月份有所缓解，10月1日至10月8日水泥企业均处于停产状态；10月9日至10月18日区域内80%以上企业恢复正常生产；10月20日起，仅部分水泥企业有阶段性限电6个小时，其他企业正常。
重庆	重庆地区限电已解除，后期暂无政府限电预期。
贵州	10月20日起，贵州省内临时通知停电，除毕节以及黔西南地区外，省内其他地区水泥企业窑磨全停；10月22日起，局部地区企业有恢复生产，从过去一段时间情况来看，剔除临时性全停以外，平时限产也会在40-50%。
云南	能耗双控缓解，昆明及周边地区熟料生产线及水泥磨机基本恢复正常生产。

资料来源：卓创资讯、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。**

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

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（1024）

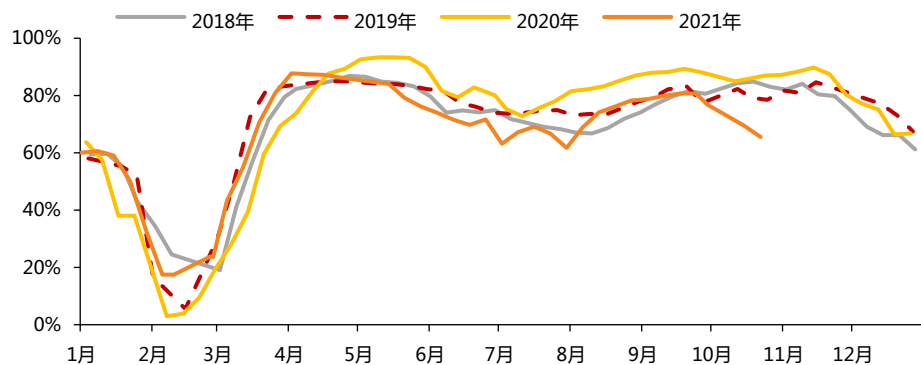
- 水泥出货率：环比下降4pct，东北、西北地区降幅居前
- 磨机开工率：周环比下降2pct，西南、西北地区降幅靠前
- 库存：全国环比提高4.9pct，需求端较为低迷，中南、东北地区涨幅较大
- 价格：环比上涨5.8元/吨，涨幅明显下降，西南地区有所回落
- 水煤价差：上周水煤价差继续下降，但煤炭价格有望迎来回落

水泥出货率：环比下降4pct，东北、西北地区降幅居前

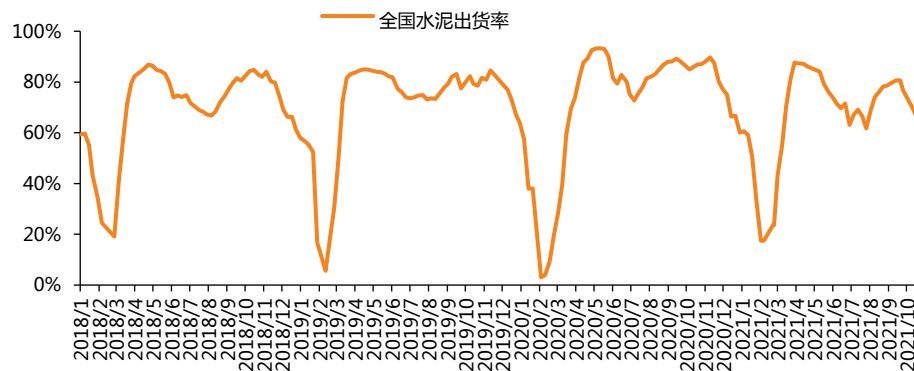
上周全国水泥出货率65%，周环比-4pct，年同比低22pct，国内水泥市场需求受价格影响较大，供应方面，部分省份水泥生产陆续恢复，但总体来说限制依然较多。

华北地区水泥出货率62%，周环比下降2pct，年同比低16pct，北京地区水泥出货率保持在八成，天津地区出货保持在六成，内蒙古地区出货率环比下降10pct，河北地区水泥出货保持在七成，山西地区保持在五成。**东北地区水泥出货率45%，周环比下降20pct，年同比低3pct**，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15pct，黑龙江地区由于气温降低以及阶段性雨雪天气影响，非重点工程项目已全面停工，下游需求大幅减少，水泥出货率环比下降25pct。

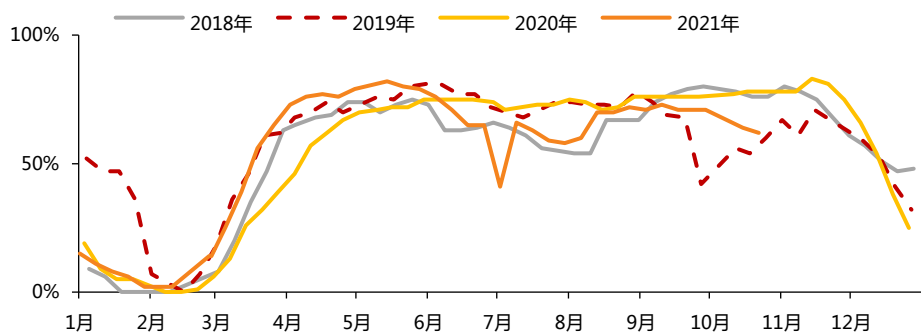
图：2018-2021年分年度全国水泥出货率



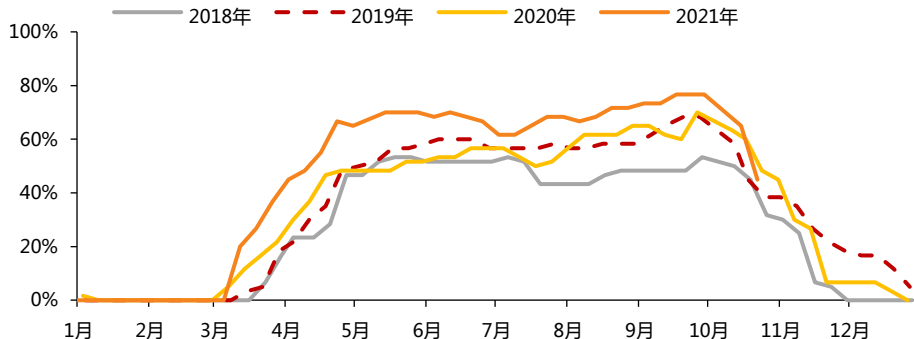
图：2018-2021年全国水泥出货率走势图



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



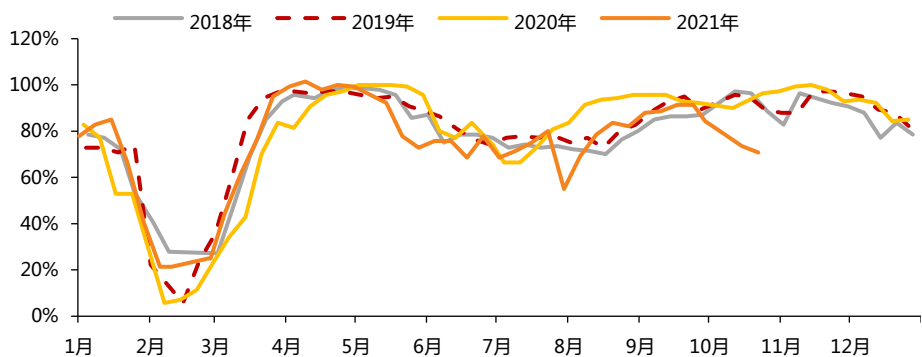
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

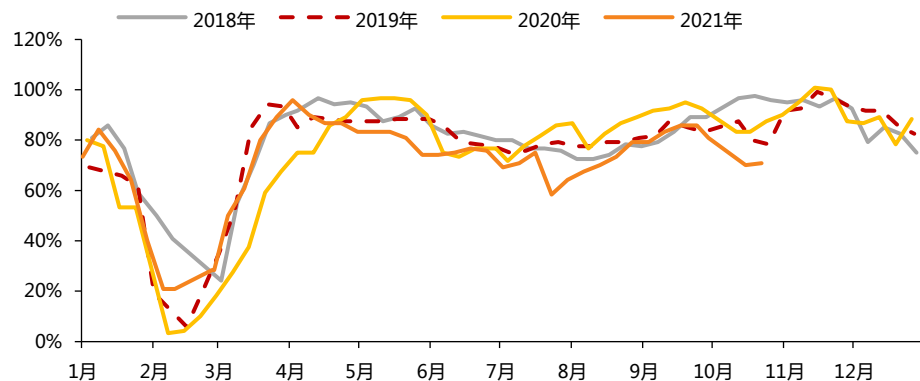
水泥出货率：环比下降4pct，东北、西北地区降幅居前

➢ **华东地区水泥出货率71%，周环比降低2.9pct，年同比低26pct**，上海、江苏、安徽、福建地区水泥出货率环比下降5pct，浙江、江西、山东地区出货率保持在7-8成。**中南地区出货率71%，周环比提高0.8pct，年同比低17pct**，河南、广西地区水泥出货率环比下降5pct，湖北地区水泥出货率环比下降10pct，湖南、广东地区水泥出货率保持在7-8成，由于广东地区水泥价格较高，海南地区外运量增加，水泥出货率环比提高20pct。**西南地区出货率60%，周环比提高2.5pct，年同比低16pct**，重庆、四川地区水泥出货率保持在七成，贵州地区水泥出货率保持在五成，云南地区出货率环比提高10pct；**西北地区出货率57%，周环比下跌6pct，年同比低16pct**，陕西地区出货率保持在七成，宁夏、青海、甘肃地区水泥出货率环比下降10pct，新疆地区出货率保持在四成半。

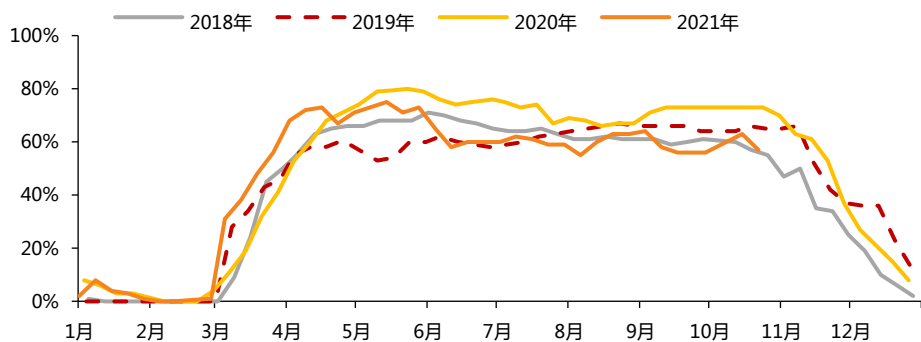
图：2018-2021年分年度华东水泥出货率



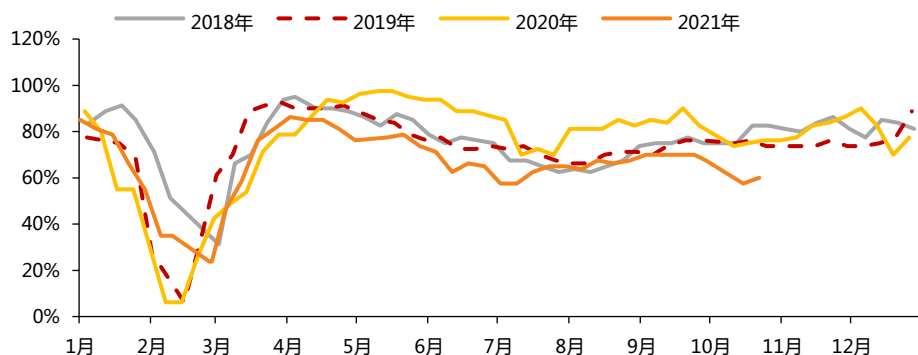
图：2018-2021年分年度中南水泥出货率



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

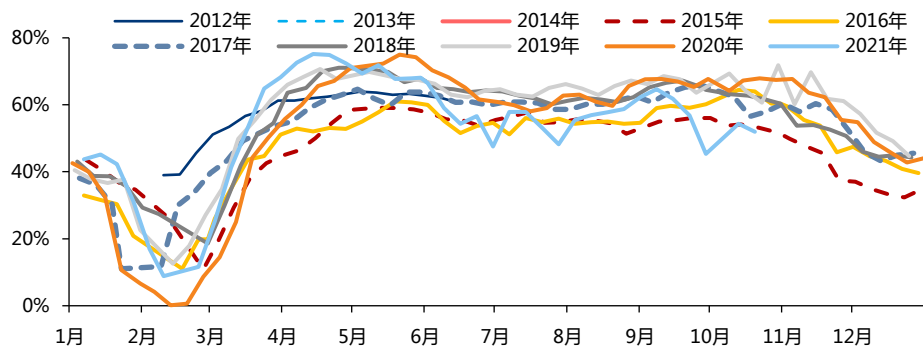
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

磨机开工率：周环比下降2pct，西南、西北地区降幅靠前

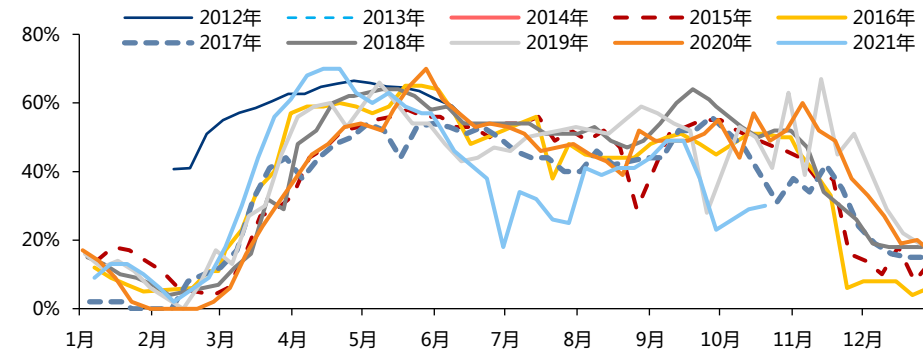
上周全国水泥磨机开工率52%，周环比下跌2pct，年同比低16pct。由于水泥价格较高，以及北方气温下降，水泥需求减弱比较明显，磨机开工也因此下降。

华北地区水泥磨机开工率30%，周环比提高1pct，年同比下降19pct，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，河北地区环比下降5pct，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10pct。东北地区水泥磨机开工率33%，周环比下降3pct，年同比下降10pct。辽宁地区有部分企业熟料生产线提前开窑，磨机开工率环比提高10pct，吉林地区磨机开工率环比下降15pct，黑龙江地区磨机开工率环比下降5pct。

图：分年度全国水泥磨机开工率



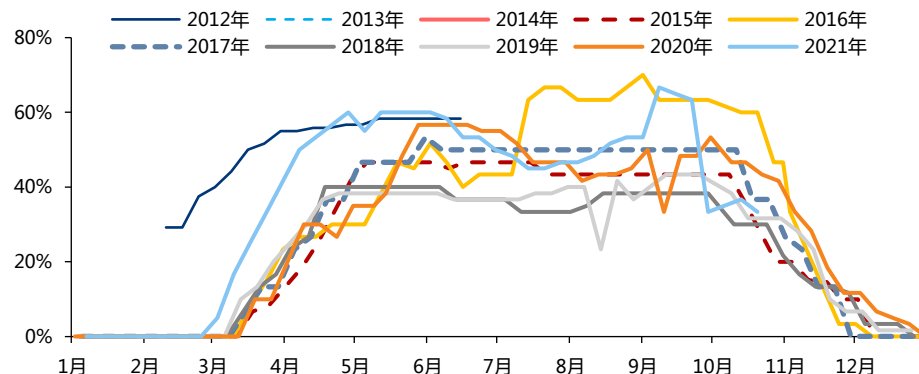
图：分年度华北水泥磨机开工率



图：全国磨机开工率走势图



图：分年度东北水泥磨机开工率



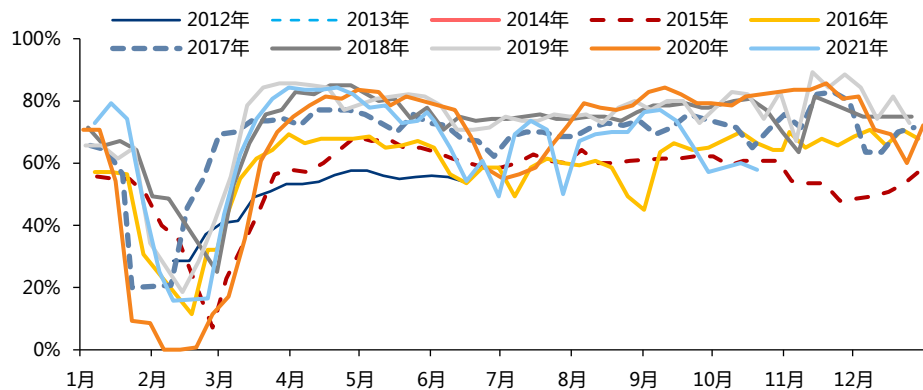
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

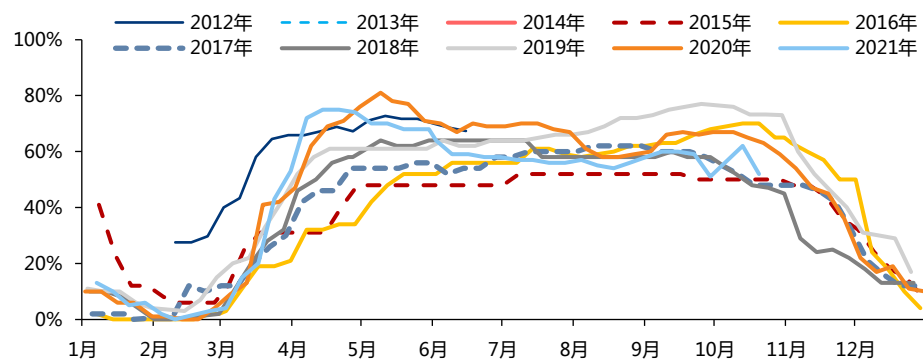
磨机开工率：周环比下降2pct，西南、西北地区降幅靠前

- 华东地区水泥磨机开工率58%，周环比下降2pct，年同比低24pct，上海、江苏、山东地区开工率环比下滑10pct，安徽、福建、江西地区保持在5-6成，浙江地区开工率环比提高15pct；中南地区水泥磨机开工率69%，周环比提高4pct，年同比低7pct，河南地区开工率环比提高10pct，湖北地区开工率保持在八成，湖南地区开工率环比下降5pct，广东地区开工率保持在七成，广西地区开工率环比提高15pct，海南地区环比提高5pct；西南地区开工率56%，周环比下降6pct，年同比低21pct，重庆地区环比下降5pct，四川地区环比下降10pct，贵州地区环比下降20pct，云南地区环比提高5pct，西藏地区开工率保持在六成；西北地区开工率52%，周环比下跌10pct，年同比-11pct，陕西、甘肃、新疆地区开工率环比下降10pct，青海地区磨机开工率环比下跌15pct，宁夏地区环比下降5pct。

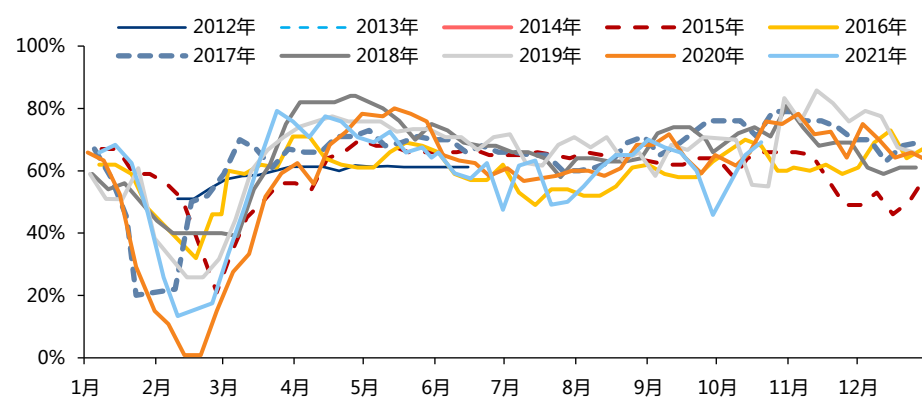
图：分年度华东水泥磨机开工率



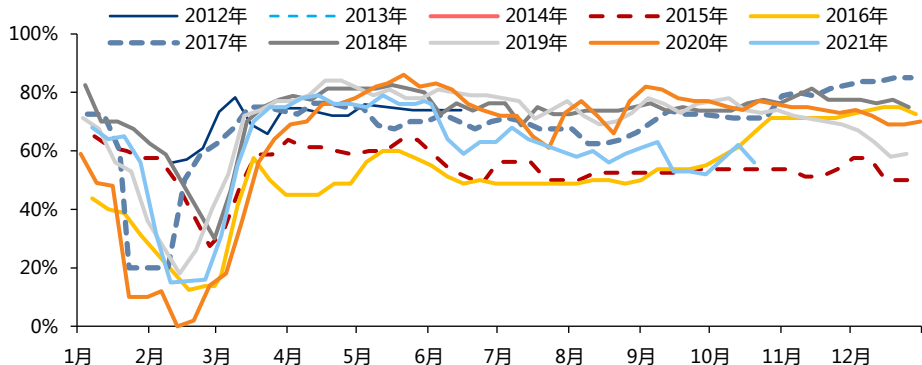
图：分年度西北水泥磨机开工率



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

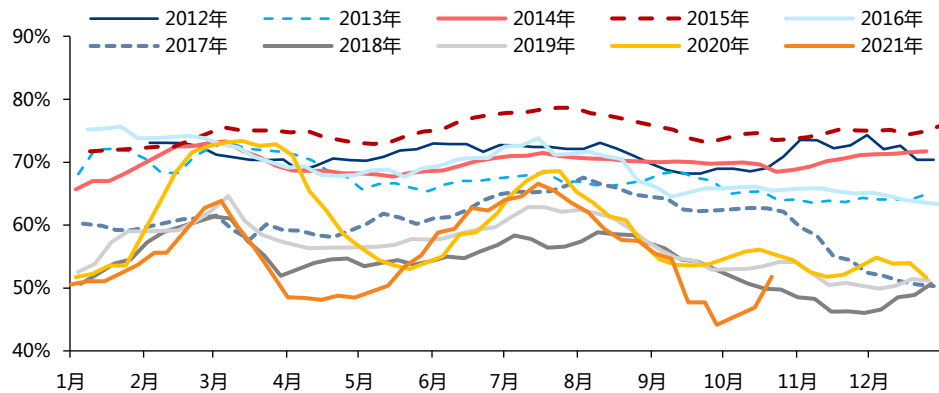
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

库存：全国环比提高4.9pct，需求端较为低迷，中南、东北地区涨幅较大

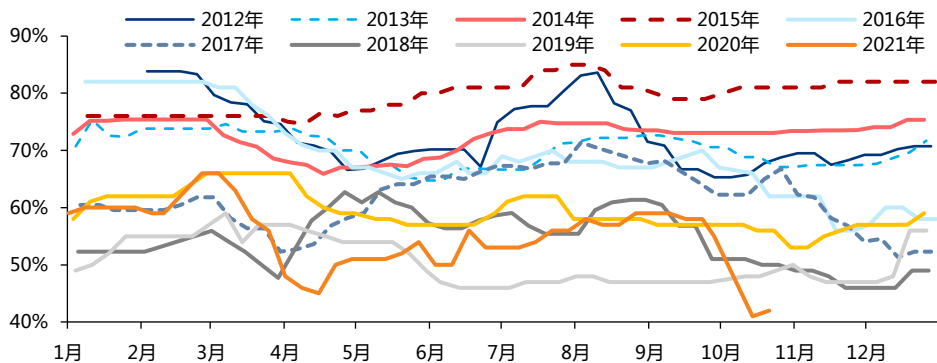
上周全国水泥库存52%，周环比提高4.9pct，年同比低3pct。下半年以来，房地产和基建项目因资金短缺，新开工项目推进缓慢，再加上十月中下旬南方地区受降雨影响，需求低迷，库存压力提高。

华北地区水泥库存42%，周环比提高1pct，年同下降14pct，北京、天津、河北地区库存保持在三成，内蒙古地区库存保持在五成，山西地区水泥库存环比提高5pct。东北地区水泥库存37%，周环比提高6.7pct，年同比低17pct，辽宁地区库存环比提高5pct，吉林地区水泥库存环比+15pct，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



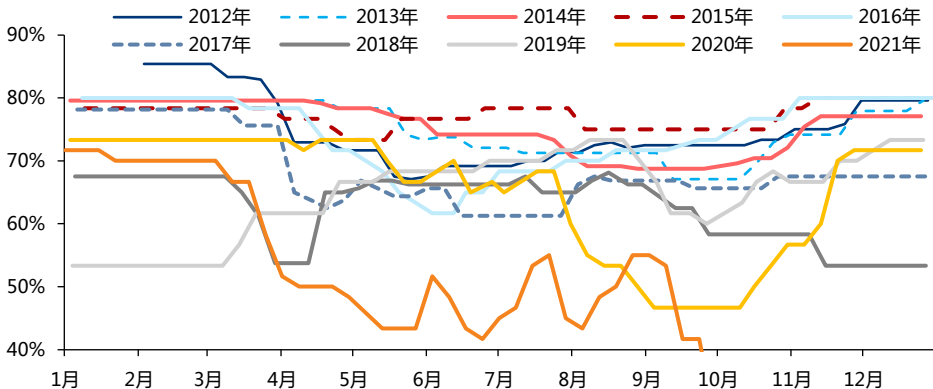
图：分年度华北水泥库存



图：全国水泥库存走势图



图：分年度东北水泥库存

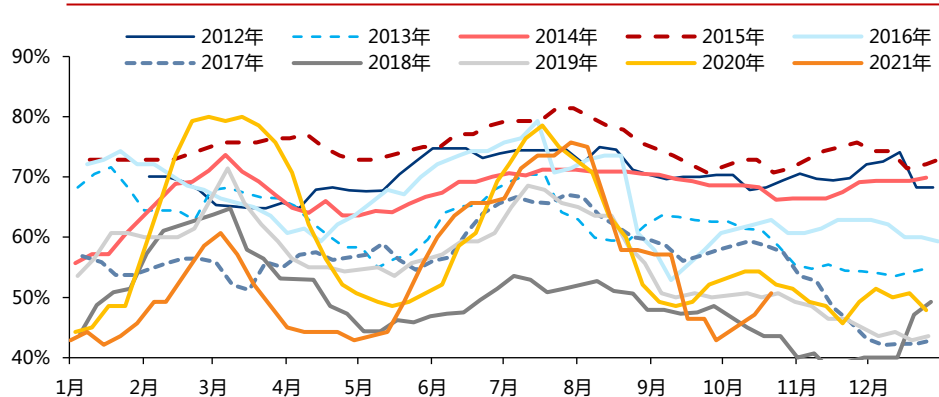


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

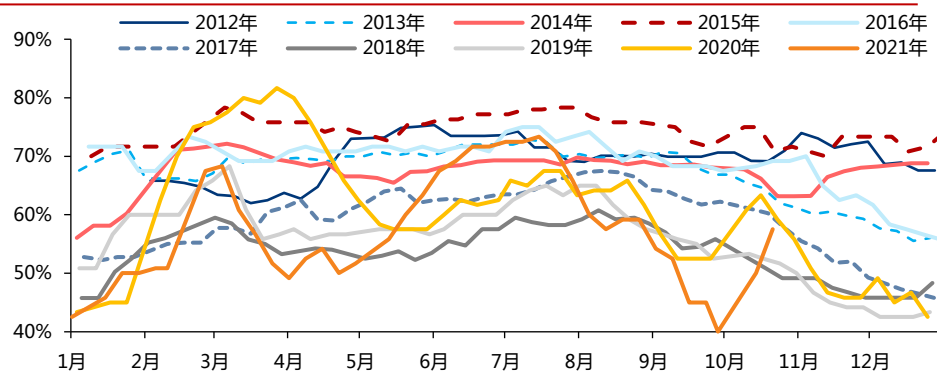
库存：全国环比提高4.9pct，需求端较为低迷，中南、东北地区涨幅较大

➤ **华东地区水泥库存51%，周环比提高3.6pct，年同比低1pct**，上海、江苏地区水泥库存环比提高10pct，安徽、浙江地区库存环比提高5pct，福建、山东地区库存保持在四成半，江西地区库存环比下降5pct；**中南地区水泥库存58%，周环比提高7.5pct，年同比低2pct**，受下游弱需求影响，两湖、广东地区库存环比上升10pct，广西地区库存环比提高15pct，河南、海南地区库存保持在6-7成；**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56%，周环比提高3.8pct，年同比低8pct**，重庆、云南地区水泥库存环比提高10pct，四川地区水泥库存保持在六成，贵州地区水泥库存环比下降5pct。

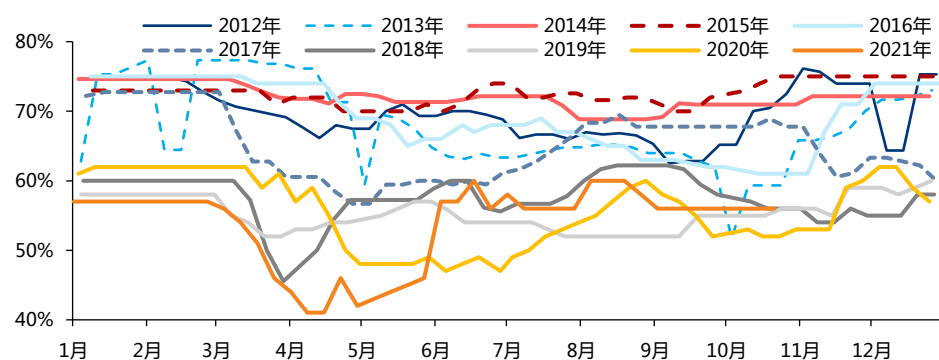
图：2015-2021年分年度华东水泥库存



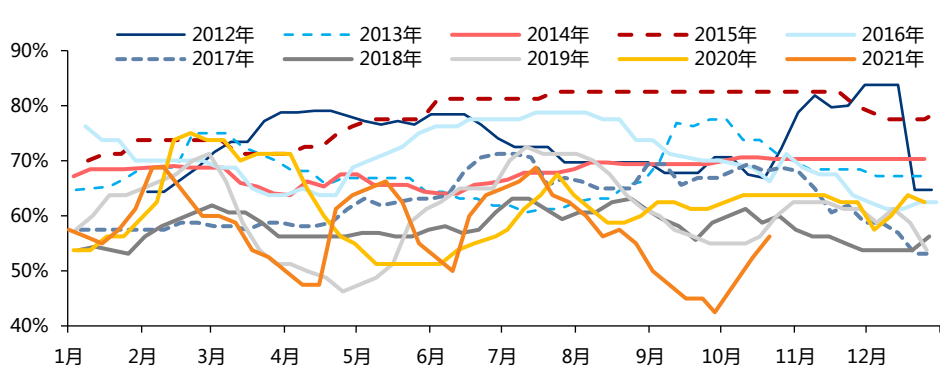
图：2015-2021年分年度中南水泥库存



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

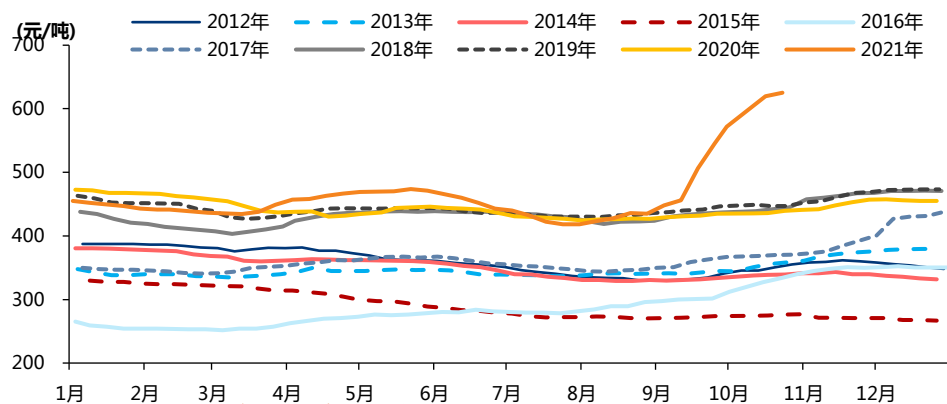
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

价格：环比上涨5.8元/吨，涨幅明显下降，西南地区价格有所回落

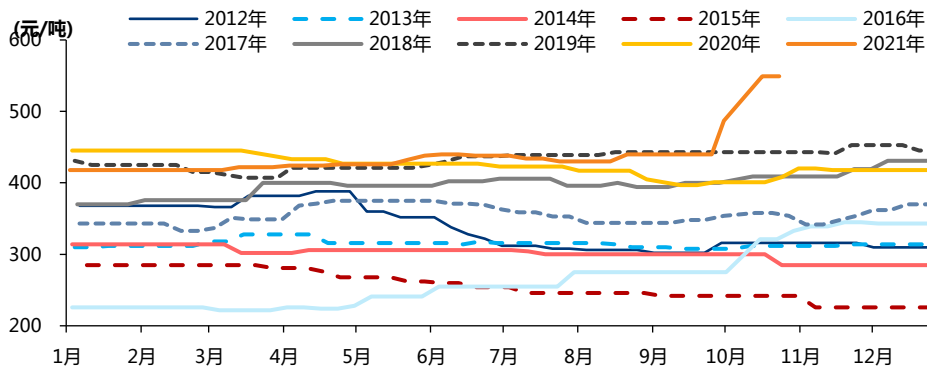
上周全国水泥价格625元/吨，周环比+5.8元/吨，年同比高186元/吨。本周全国水泥价格继续上涨，但上涨幅度已经明显变小。水泥市场供应仍偏紧，但需求下降较快，部分地区水泥价格开始回落。

华北地区水泥均价549元/吨，周环比保持不变，年同比高141元/吨，华北地区水泥价格平稳为主，京津冀地区水泥价格上调基本全面落实到位，市场虽进入全年最后旺季期，但由于建筑原材料价格上涨幅度过大，下游工程预算不足，施工进度明显放缓；东北地区水泥均价705元/吨，周环比+20元/吨，年同比高360元/吨。辽宁和吉林地区价格平稳，黑龙江地区水泥价格上涨60元/吨，主要是因为气温过低，生产线停产推涨价格。

图：全国月度水泥价格比较



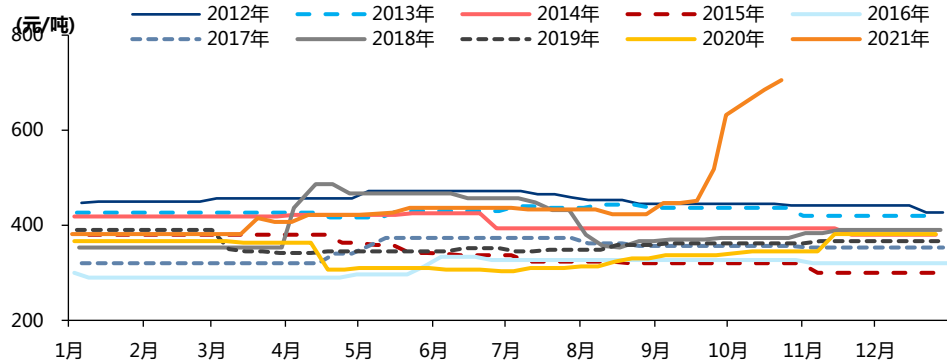
图：华北月度水泥价格比较



图：全国水泥价格走势



图：东北月度水泥价格比较

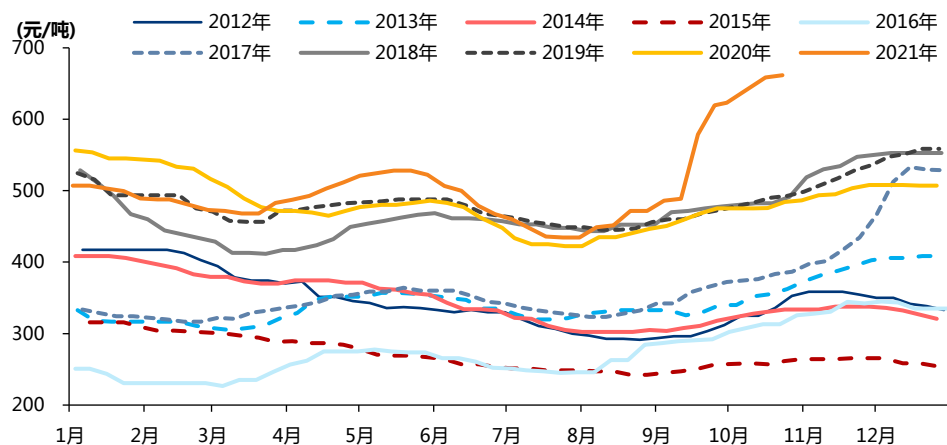


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

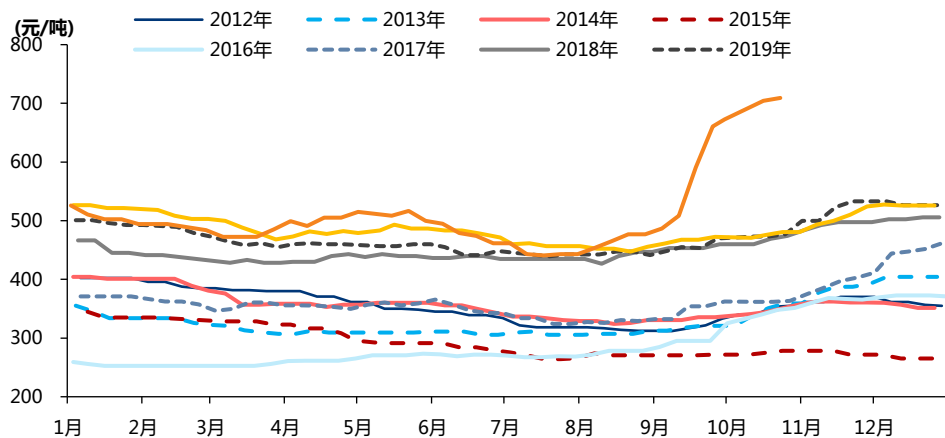
价格：环比上涨5.8元/吨，涨幅明显下降，西南地区有所回落

- 华东地区水泥均价661元/吨，周环比+2.9元/吨，年同比高177.1元/吨，华东地区水泥价格涨跌互现。江苏南京及镇江地区最后一轮水泥价格上调，不同类型企业执行情况不一，民营企业受煤炭价格大幅提升影响，为传递成本增加均有上调落实，安徽合肥地区水泥价格平稳，下游搅拌站回款情况较差，主动减少开工率，水泥需求减少，且有雨水天气影响。江西部分地区水泥价格上涨40元/吨，主要是煤炭等原材料的大幅上涨，以及周边地区价格上调带动。福建地区水泥价格出现暗降。前期水泥价格持续大幅上涨，近日企业出现优惠返利，累计回落30-40元/吨，主要是由于雨水天气较多，以及价格连续上涨后，下游搅拌站有意降低开工率，同时限电程度也有所缓解。山东地区水泥价格上调50-150元/吨，由于煤炭等原材料价格持续上涨，企业生产成本不断增加，以及当地政府对水泥企业限电再次趋严，促使价格上涨。
- 中南地区水泥均价709元/吨，周环比提高5元/吨，年同比高228.3元/吨，中南地区水泥价格稳中有落。广东部分地区水泥价格下调50-80元/吨，主导企业报价暂稳，一是受台风影响，下游需求阶段性大幅减少；二是周边广西、湖南、福建地区限产程度减轻，本地能耗双控力度同时减缓，部分水泥企业陆续恢复正常生产，供应紧张局面缓解；三是珠三角地区价格水平较高，其他省份水泥纷纷运至广东，供应不断加大。广西地区水泥价格暂稳，受雨水天气干扰下游需求表现清淡，主导企业暂稳，后期不排除回落可能。海南地区水泥价格上调30元/吨，台风天气过后，下游搅拌站开工率提升，且广东地区水泥价格大幅上涨后，海南地区部分企业外运量增加，促使价格继续上涨。湖南地区水泥价格平稳，受降雨影响，以及价格水平相对较高，搅拌站开工不足，下游需求表现一般，主导企业报价暂稳。湖北地区水泥价格平稳，下游需求表现偏弱。河南地区水泥价格平稳，受降雨和下游资金短缺影响，部分在建工程进度放缓，目前绝大部分水泥企业库存出现满库，有的已被迫停产。

图：华东月度水泥价格比较



图：中南月度水泥价格比较

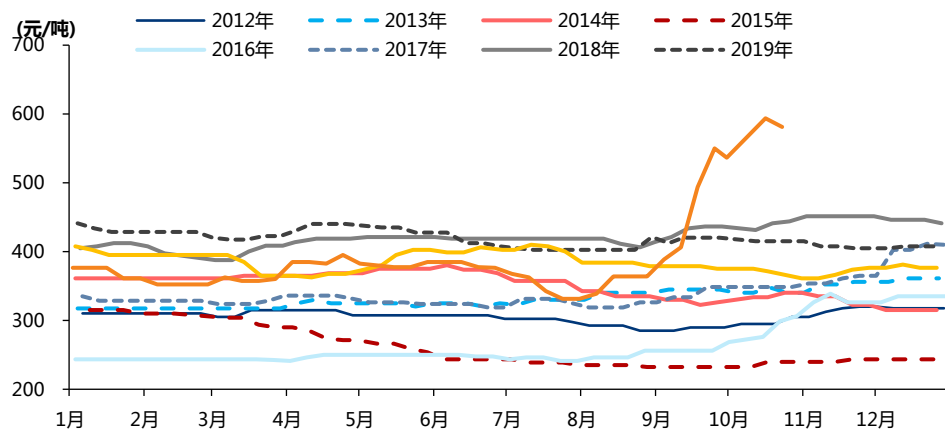


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

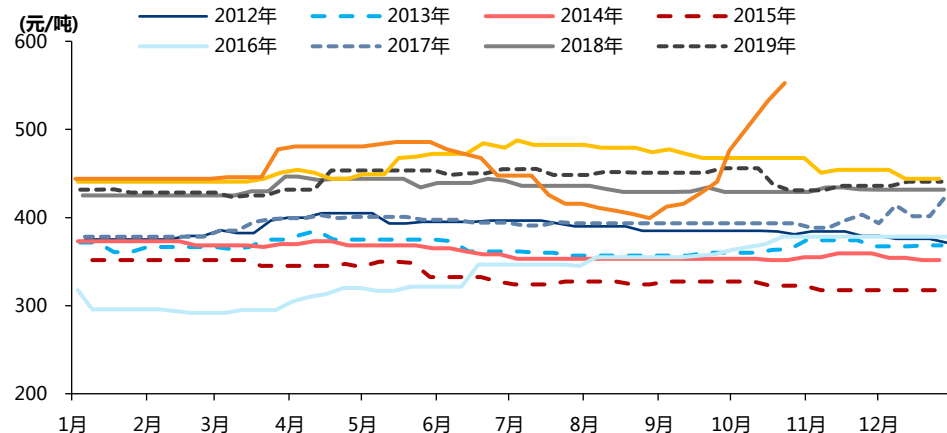
价格：环比上涨5.8元/吨，涨幅明显下降，西南地区有所回落

- **西南地区水泥均价581元/吨，周环比下降12.5元/吨，年同比高215元/吨**，西南地区水泥价格涨跌各异。四川地区水泥价格平稳，雨水天气较多，下游需求无明显提升，因11月份川渝地区存有限产计划，短期主导企业力争稳价为主。重庆地区水泥价格平稳，下游需求清淡，一方面近期有降雨天气影响，另一方面建筑原材料价格持续大幅上涨，下游工程和搅拌站资金紧张，开工率普遍下滑。云南地区水泥价格下调50-70元/吨，能耗双控缓解，昆明及周边地区熟料生产线及水泥磨机基本恢复正常生产，且近期持续降雨，下游需求表现疲软，为增加出货量，陆续下调水泥价格。贵州地区水泥价格继续上调50-60元/吨，据了解，10月20日起，贵州省内临时通知停电，除毕节以及黔西南地区外，省内其他地区水泥企业窑磨全停。西藏地区水泥价格上调30-50元/吨，企业生产成本大幅增加；且周边甘肃、青海和四川等地水泥价格均有大幅上调，本地企业积极跟涨。
- **西北地区水泥均价553元/吨，周环比提高20元/吨，年同比提高85元/吨**，西北地区水泥价格继续上行。甘肃地区水泥价格平稳。陕西地区水泥价格上调后平稳，疫情虽有反复，但对下游工程施工影响较小，目前企业出货较前期变化不大。宁夏地区水泥价格再次上调30-60元/吨，自9月份以来累计上调200元/吨，价格上调主要是限电停窑、煤炭价格持续上调，造成水泥企业生产成本大幅攀升，从而推动水泥价格上涨。目前宁夏地区下游需求表现较差，但因生产受限，所以整体库存水平不高，支撑价格走高，后期随着气温不断下降，需求将会进一步减弱，价格将趋于平稳进入淡季。青海地区水泥价格再次上调50元/吨，三轮累计上调140元/吨，价格上调主要是受煤炭价格持续上调推动，且区域内受限电影响，熟料生产线无法开工，为转移成本压力，企业再次上调水泥价格。

图：西南月度水泥价格比较



图：西北月度水泥价格比较

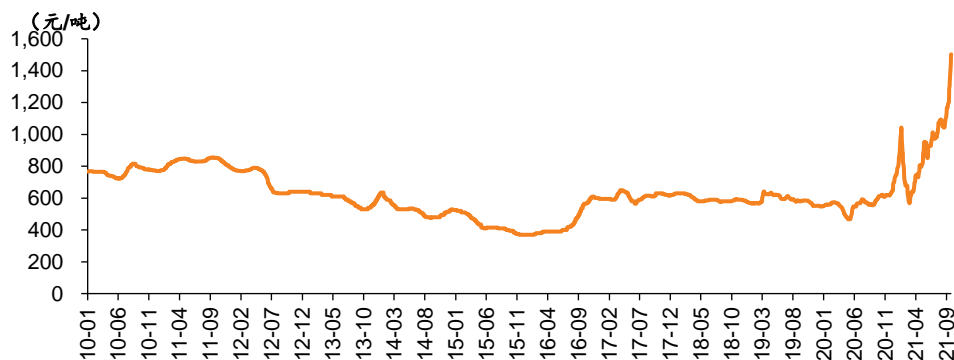


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

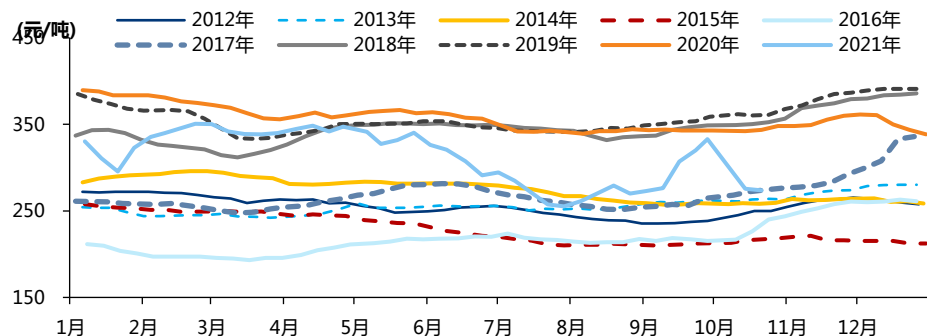
水煤价差：上周水煤价差继续下降，但煤炭价格有望迎来回落

从盈利的角度来看，上周全国水煤价差274元/吨，周环比下降2元/吨，年同比下降70元/吨。产地方面，本周鄂尔多斯地区煤炭产量继续释放，单日报产量可维持在240万吨左右，达到年内最高水平，主流煤企多承担保供任务，积极发运长协资源，另有部分煤矿优先保内部用户或长期客户。此外，近期国家调控力度增强，榆林等地部分煤矿价格出现下调，下游需求则暂未有放缓迹象，局部地区车辆滞留现象未有改善。港口方面，本周秦皇岛港煤炭库存继续缓慢回升，截至10月21日秦港整体库存435万吨，较上周同期增加23万吨，增幅在5.58%。本周后半段港口市场情绪发生变化，随保供稳价信号继续释放，产地局部地区煤价出现下调，部分港口贸易商出货心理增强，报价出现松动；下游用户观望情绪多有升温，接货积极性不高，买卖双方心态分歧较重，市场实际成交未有明显增加。

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